

**Comunicazione n. DCG/0083034 del 20-10-2014**

inviata alle società ... e, p.c. allo studio legale...

**OGGETTO: (...società A) – (...società B)...- Richiesta di parere in merito alla rilevanza di un'operazione di riallocazione del gruppo societario ai fini dell'applicabilità della disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria di cui agli artt. 105 e ss. del D.lgs.n. 58 del 1998 ("Tuf")**

Si fa riferimento alla nota del ....., integrata con successiva nota del...(di seguito, anche, il "Quesito"), con cui lo Studio Legale... e l'Avv. ..., per conto, rispettivamente, di (...società A) e dei soci di (...società C) – di seguito, i "Richiedenti" o gli "Studi Legali" -hanno chiesto alla scrivente Commissione di esprimere il proprio parere in relazione alla rilevanza dell'operazione in oggetto ai fini dell'applicazione della disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria di cui agli articoli 105 e ss. del D. Lgs. n. 58 del 1998 ("Tuf").

L'operazione di riallocazione del gruppo societario, che verrà realizzata tramite fusione inversa per incorporazione della società veicolo (...società C) nella società quotata (...società A) (di seguito anche l' "Operazione" o la "Fusione"), coinvolgerà, di riflesso, anche la società quotata (...società B), anch'essa attualmente controllata di diritto da (...società C) e comporterà, tra l'altro, conseguenze in merito all'applicabilità della disciplina di cui all'art. 108, comma 2, del Tuf, con riferimento a (...società A) e 106, comma 1, del Tuf, con riferimento a (...società B).

***1. Descrizione dell'Operazione e Quesito.***

Attualmente sia (...società A) che (...società B), le due società quotate che saranno interessate dall'Operazione, sono controllate di diritto dalla società veicolo non quotata (...società C) che ne detiene rispettivamente circa il (...%)<sup>1</sup> ed il (...%)<sup>2</sup> del capitale; a sua volta il capitale di (...società C) è ripartito fra (...) della famiglia (...), che ne detengono complessivamente il %<sup>3</sup> e da ..., che ne detiene il restante ...%. Nessuno dei soci di (...società C) si imputa singolarmente il controllo della stessa e non vi sono patti parasociali rilevanti, comunicati ai sensi dell'art. 122 del Tuf aventi ad oggetto azioni (...della società C) o delle controllate quotate<sup>4</sup>.

Sulla base del rapporto di cambio determinato in n. .. azioni (...società A) di nuova emissione ogni n. .. azione (...società C)<sup>5</sup> e del mantenimento da parte della società incorporante delle azioni proprie, ad esito della Fusione, il capitale di (...società A) verrà ripartito fra i ... che, complessivamente, ne deterranno il ...%, ... che ne deterrà il .. %, azioni proprie (...%) e flottante (..%).

Dunque, per effetto dell'operazione di riallocazione:

<sup>1</sup> Il restante...% del capitale sociale di (... società A) è in mano al mercato

<sup>2</sup> Altri soci di (...società B) sono ... (...%); ... (..%) ; mercato (...%).

<sup>3</sup> ...-...%: ...-...%; ...-...%; ...-...%.

<sup>4</sup> Inoltre, gli azionisti ... e... detengono un numero di *warrant* emessi da (...società C) pari, rispettivamente , a ... e... unità . Tali strumenti attribuiscono il diritto di sottoscrivere un'azione ordinaria (...società C) di nuova emissione per ogni *warrant* (...società C) al prezzo di euro.... Ai fini del quesito, i Richiedenti assumono che i *warrant* in circolazione non saranno esercitati prima della data di efficacia della Fusione "essendo essi esercitabili solo a decorrere dal 1° luglio 2015".

<sup>5</sup> Analogo rapporto di cambio si applicherà ai *warrant* (...società C) attualmente detenuti da ... e ... (n. ...warrant emessi da.. (... società A) per ogni n. ... warrant (...società C).

- (...società C) verrà incorporata in (...società A) e gli *ex soci* (...società C), che attualmente partecipano, indirettamente tramite quest'ultima, al capitale di (...società A), si troveranno a detenere direttamente azioni quotate (...società A). Nessun attuale socio di (...società C) arriverà a detenere in (...società A), singolarmente considerato una partecipazione superiore al 30% del capitale;

- (...società A) verrà a detenere la partecipazione attualmente detenuta da (...società C) in (...società B), pari al ...% del suo capitale sociale.

Entrambe le fattispecie presentano aspetti di rilievo ai fini dell'applicabilità della disciplina relativa alle offerte pubbliche di acquisto.

Per quanto riguarda (...società B) ed il superamento da parte di (...società A) della soglia del 30% del capitale, gli Studi Legali chiedono un parere in merito all'applicabilità dell'esenzione di cui agli articoli 106, comma 5, lett. b), del Tuf e 49, comma 1, lettera c), del Regolamento Consob adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazione (“**Regolamento Emittenti**” o “**RE**”) - esenzione per operazioni infragruppo -, rispetto all'eventuale sorgere di un obbligo di offerta pubblica di acquisto *ex art. 106, comma 1, del Tuf*.<sup>6</sup> “*sulle azioni (...società B) non detenute da (...società A) post Fusione*”, ovvero alla possibilità di adottare un provvedimento motivato ai sensi dell'art. 106, comma 6, del Tuf<sup>7</sup> al fine di far rientrare l'Operazione nell'ambito della previsione di cui al comma 5, lettera b), del medesimo art. 106.

Per quanto, invece, riguarda le modifiche che interverranno nell'azionariato di (...società A), gli Studi Legali hanno richiamato l'attenzione della scrivente Commissione in merito ad un eventuale obbligo solidale di acquisto, ai sensi del combinato disposto degli articoli 108, comma 2<sup>8</sup>, e 109, comma 1<sup>9</sup>, del Tuf, a fronte del superamento della soglia del 90% del capitale di (...società A) da parte di tutti gli *ex soci* (...società C) (... e ...), ove gli stessi fossero qualificabili come soggetti che agiscono di concerto *ex art. 101-bis, comma 4, del Tuf*<sup>10</sup>. Al riguardo, i Richiedenti hanno richiesto l'interpretazione della Commissione in merito alla percentuale di flottante da considerarsi idonea ai fini del regolare andamento delle negoziazioni e ai criteri per qualificare le partecipazioni che costituiscono tale flottante.

---

<sup>6</sup> L'art. 106, comma 1, del Tuf, stabilisce che: “*Chiunque, a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso*”.

<sup>7</sup> Il comma 6, dell'art. 106 è stato introdotto con il decreto legislativo n. 227 del 2007 e stabilisce che: “*La Consob può con provvedimento motivato, disporre che il superamento della partecipazione indicata nei commi 1, 1-bis e 1-ter o nel comma 3, lettera b), non comporta obbligo di offerta con riguardo a casi riconducibili alle ipotesi di cui al comma 5, ma non espressamente previsti nel regolamento approvato ai sensi del medesimo comma*”.

<sup>8</sup> L'art. 108, comma 2, del Tuf, stabilisce che: “*... chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al novanta per cento del capitale rappresentato da titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato da chi ne faccia richiesta se non ripristina entro novanta giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni....*”

<sup>9</sup> L'art. 109, comma 1, del Tuf, prevede che: “*Sono solidalmente tenuti agli obblighi previsti dagli articoli 106 e 108 le persone che agiscono di concerto quando vengano a detenere, a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle percentuali indicate nei predetti articoli*”.

<sup>10</sup> Ai sensi dell'art. 101 bis, comma 4, del Tuf, sono persone che agiscono di concerto “*i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio*”.

## 2. Considerazioni

### 2.1. Obbligo di Offerta pubblica di acquisto, ai sensi dell'art. 106, comma 1, del Tuf, su azioni (...società B) e (...società A).

In relazione alla prima parte del Quesito avente ad oggetto la riconducibilità del superamento da parte di (...società A) della soglia del 30% del capitale di (...società B) all'esenzione di cui agli articoli 106, comma 1, lettera b), del Tuf – “*La Consob stabilisce con regolamento i casi in cui il superamento della partecipazione indicata nei commi 1, (...), non comporta l'obbligo di offerta ove (...) sia determinato da: (...) b) trasferimento dei titoli previsti dall'articolo 105 tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione*” -e 49, comma 1, lettera c), del RE– “*L'acquisto non comporta l'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 del Testo unico se:(...) la partecipazione è acquisita a seguito di trasferimento fra società in cui lo stesso o gli stessi soggetti dispongono anche congiuntamente e/o indirettamente tramite società controllata ai sensi dell'articolo 2359, comma 1, numero 1), del codice civile, della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria o è acquisita a seguito di trasferimento tra una di queste società e tali soggetti*” -, si ritiene, per le considerazioni di seguito esposte, di poter confermare l'applicabilità della citata esenzione.

Al riguardo, si rammenta, infatti, che la *ratio* posta alla base dell'esenzione *de qua* è data dalla circostanza che il trasferimento della partecipazione rilevante, ove avvenga secondo le condizioni dettate dalla citata norma regolamentare, non comporta un mutamento del soggetto posto in posizione di controllo e non determina, quindi, il sorgere delle tipiche esigenze di tutela degli azionisti di minoranza che presidiano l'istituto dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria. Inoltre, la norma intende creare “*un regime di favore per quelle operazioni societarie di mero riassetto partecipativo che, pur integrando sul piano formale i requisiti previsti dalla legge OPA (acquisto da parte di un nuovo soggetto di una partecipazione rilevante), non possono essere considerate, anche alla luce di una visione unitaria del fenomeno del gruppo, come una reale modifica dell'assetto di controllo della quotata*” – cfr. la Comunicazione Consob, citata dai Richiedenti, n. DEM/2009909 del 13 febbraio 2002. In merito l'orientamento della Commissione è quello di “*esentare dall'obbligo di OPA quelle operazioni di riallocazione delle partecipazioni sostanzialmente neutre per gli azionisti di minoranza della quotata in quanto non modificano il soggetto o i soggetti posti al vertice della catena di controllo né i relativi equilibri di potere*”.

Premesso quanto sopra, con riferimento al caso di specie, si rinviene la presenza degli elementi richiesti dall'art. 49, comma 1, lettera c), del RE e dai quali il legislatore desume la neutralità dell'operazione sotto il profilo degli assetti proprietari e degli interessi degli azionisti di minoranza. In particolare, si osserva che a seguito della fusione inversa della C (...società C) nella controllata (...società A):

1. si verifica il “trasferimento” della partecipazione rilevante<sup>11</sup> detenuta da (...società a) in (...società B) e pari al ...%, in quanto si deve ritenere che nell'ambito della disciplina in materia di OPA obbligatoria la fusione è considerata al pari di una vicenda traslativo- estintiva suscettibile di

---

<sup>11</sup> In proposito, si ricorda che la norma regolamentare cui si fa riferimento ha individuato due tipologie di trasferimenti – orizzontali e verticali – ribadite nel testo della Comunicazione Consob n. DEM/2009909 del 13 febbraio 2002. Nella prima tipologia “*il trasferimento della partecipazione rilevante, diretta ed indiretta nella quotata avviene orizzontalmente tra società controllate di diritto, anche indirettamente, dallo stesso o, congiuntamente, dagli stessi soggetti (tra società «sorelle»)*”; nella seconda il “*trasferimento avviene in senso verticale, tra soggetti legati da un rapporto di controllo di diritto anche indiretto e congiunto (tra società «matri e figlie» o tra persone fisiche e società controllate)*”.

produrre sul patrimonio delle società partecipanti effetti assimilabili ad un “trasferimento verticale”, che nella fattispecie avviene da (...società C) a (...società A);

2. si riproduce in (...società A), controllata incorporante, per effetto del concambio di fusione stabilito a favore dei soci di (...società C), un assetto di partecipazioni rilevanti sostanzialmente identico a quello che connota (...società C), controllante e incorporata, e nella quale i ... detengono congiuntamente il ...% del capitale.

Sicché ad esito dell’Operazione, (...società B) risulterà controllata di diritto da una società – (...società A) *post*-fusione – partecipata in modo rilevante dai medesimi soci, i membri della famiglia... e il signor ..., che attualmente detengono congiuntamente l’intero capitale di (...società C) che controlla di diritto (...società A) e che si estingue a seguito della Fusione. Ne consegue la sostanziale neutralità dell’Operazione dal punto di vista degli interessi degli azionisti di minoranza della controllata (...società B).

La qualificazione dell’Operazione in termini di “neutralità” dal punto di vista degli interessi degli azionisti di minoranza è confermata, oltre che dagli elementi fattuali già evidenziati, anche da una sostanziale identità dei meccanismi di *governance* statuari delle società che si andranno ad avvicinare nel controllo della quotata che non prevede la stipulazione di patti parasociali rilevanti ai sensi dell’art. 122 del Tuf.

Ancorché non richieste dal Quesito, considerazioni analoghe a quelle appena svolte in relazione alla quotata (...società B) devono essere formulate in relazione al mutamento che interverrebbe nell’azionariato della quotata (...società A) ad esito dell’Operazione, posto che il trasferimento delle azioni (...società A) avverrebbe tra una società (...società C) in cui determinati soggetti dispongono della totalità dei diritti di voto esercitabili in assemblea e gli stessi soggetti, i quali, dunque, per effetto della incorporazione di (...società C) in (...società A) vengono a detenere direttamente corrispondenti partecipazioni in (...società A). Ne consegue che l’Operazione produce effetti sostanzialmente neutri per gli azionisti di minoranza di (...società A) in quanto almeno quattro dei cinque soci di (...società C) si possono, per i fini del presente parere, considerare in concerto.

Ai suddetti ... si applica infatti la presunzione di concerto prevista dalla lettera a), comma 1, dell’art. 44-*quater* del RE - introdotta nel 2009 a seguito del recepimento della delega regolamentare di cui al comma 4-*ter* dell’art. 101-*bis* del Tuf12-che prende in considerazione i legami familiari come un elemento dal quale è possibile presumere l’esistenza di un concerto, “*salvo che* [i soggetti interessati] *provino che non ricorrano le condizioni previste dall’art. 101-bis, comma 4, del tuf*”. In proposito, i Richiedenti, non escludono *expressis verbis* l’esistenza di un concerto fra i ..., né forniscono elementi probatori sufficienti ed idonei a superare la citata presunzione, prospettando anzi - ai fini del raggiungimento della soglia di cui all’art. 108, comma 2, del Tuf - la sussistenza di un’azione di concerto fra tutti gli *ex* soci (...società C) o, alternativamente, fra i soli ... anche considerando gli stessi in concerto.

## **2.2. Modalità di ripristino del flottante in caso di obbligo di acquisto, ai sensi dell’art. 108, comma 2, del Tuf, su azioni (...società A)**

In relazione alla seconda parte del Quesito - attinente alle modalità di ripristino del flottante a seguito dell’eventuale obbligo di acquisto che potrebbe sorgere in capo agli *ex* soci (...società C), ai sensi dell’art. 108, comma 2, e dell’art. 109, comma 1, del Tuf - in assenza di elementi fattuali sufficienti e idonei a consentire alla Commissione di prendere una posizione in merito alla sussistenza o meno del presupposto di applicabilità del suddetto obbligo – *i.e.* superamento di concerto della soglia del 90% del capitale –, la Commissione ritiene che il “*flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni*” debba essere costituito da partecipazioni che

abbiano le caratteristiche indicate all'art. 2.2.2 del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. che rappresentino complessivamente almeno il 10% del capitale sociale di (...società A).

### **3. Conclusioni**

Per le ragioni sopra esposte e alla luce delle informazioni fornite nel Quesito, si conclude che:

- a) in relazione a (...società B), il superamento della soglia del 30% da parte di (...società A) non comporti il sorgere di un obbligo di Opa in ragione dell'applicabilità dell'esenzione prevista dagli articoli 106, comma 5, lettera b), del Tuf e 49, comma 1, lettera c), del RE(esenzione da operazioni infragruppo);
- b) in relazione a (...società A), il superamento della soglia del 30% da parte dei ... non comporti il sorgere di un obbligo di Opa in ragione dell'applicabilità dell'esenzione prevista dagli articoli 106, comma 5, lettera b), del Tuf e 49, comma 1, lettera c), del RE;
- c) in relazione alle modalità di ripristino del flottante di (...società A), idoneo ai fini del regolare andamento delle negoziazioni e ai criteri per qualificare le partecipazioni che costituiscono tale flottante si precisa che tale ripristino dovrà avvenire nel rispetto delle prescrizioni previste dall'art. 2.2.2. del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A. nella misura pari al 10% del capitale sociale di (...società A).

Si puntualizza, infine, che le conclusioni cui si è giunti si basano su quanto allo stato rappresentato dagli Studi legali in relazione all'articolazione dell'Operazione. La scrivente Commissione si riserva di adottare ogni iniziativa di vigilanza che si dovesse ritenere opportuna a fronte delle effettive modalità di attuazione dell'Operazione e di valutare eventuali elementi diversi ed ulteriori rispetto a quelli ad oggi disponibili.

IL PRESIDENTE  
*Giuseppe Vegas*