CONSOB

**Comunicazione n. 0019126/16 del 3-3-2016**

inviata alla società…

Oggetto: ***(…società…)* - Quesito in merito all'applicazione dell'esenzione prevista dall'art. 106, comma 5, lett. b), del d.lgs. n. 58/98 e dall'art. 49, comma 1, lett. c), del Regolamento Consob n. 11971/99**

## 1. Premessa

Si fa riferimento alla richiesta di parere trasmessa alla Consob in data *(…omissis…)* (il "Quesito") - successivamente integrata con note di chiarimento inviate in data *(…omissis…)* e *(…omissis…)* e *(…omissis…)* concernente l'applicabilità dell'esenzione dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto prevista dall'art. 106, comma 5, lett. b), del d.lgs. n. 58/98 ("TUF") e dall'art. 49, comma 1, lett. c), del Regolamento Consob n. 11971/99 ("Regolamento Emittenti") alla cessione della partecipazione detenuta in *(…omissis…)* da *(…omissis…)* ad altra società del gruppo *(…omissis…).*

Secondo quanto rappresentato nel Quesito la cessione di detta partecipazione si inserisce in una più ampia operazione di riorganizzazione del Gruppo *(…omissis…)* volta a razionalizzarne le attività, separando le attività *core* da quelle *non core*, e a farlo divenire un polo aggregatore nei diversi settori delle attività di *(…omissis…).*

## 2. Il Quesito

### 2.1. La struttura dell'operazione

Precedentemente all'operazione, *(…omissis…)* era la *holding* che deteneva partecipazioni in società attive nel settore *(…omissis…)* e in diversi altri settori *(…omissis…)* tra le quali risultava la partecipazione detenuta in *(…omissis…)* pari al *(…omissis…)* del capitale.

Il capitale sociale di *(…omissis…)* risulta detenuto come segue: *(…omissis…).*

Secondo quanto rappresentato nel Quesito, la razionalizzazione della struttura del Gruppo *(…omissis…)* sarebbe stata realizzata attraverso la costituzione di due *holding:* (i) una controllante le partecipazioni nel settore *(…omissis…)*, *core business* del gruppo *(…omissis…)*, (ii) l'altra controllante le partecipazioni in attività diversificate *(…omissis…).*

Con riferimento ai settori diversi *(…omissis…)* e *non-core business* del Gruppo *(…omissis…)* avrebbe trasferito le partecipazioni detenute, tra cui la partecipazione detenuta in *(…omissis…)* a *(…omissis…).* In data *(…omissis…)* ha effettuato il predetto trasferimento, sottoscrivendo un contratto la cui efficacia è stata sospensivamente condizionata alla risposta al Quesito da parte della Consob.

Secondo quanto rappresentato dallo Studio Legale, *(…omissis…)* e *(…omissis…)* sono controllate da una *holding* di gruppo denominata *(…omissis…).* Il capitale sociale di *(…omissis…)* risulta detenuto: (i) da un veicolo denominato *(…omissis…)* (controllato in parti uguali da *(…omissis…)* e *(…omissis…)* e (ii) da *(…omissis…).* Più precisamente, *(…omissis…)* il capitale

sociale di *(…omissis…)* risulta detenuto come segue: (i) *(…omissis…)* azioni di categoria B pari al *(…omissis…)* del capitale sociale e rappresentative del *(…omissis…)* dei diritti di voto da *(…omissis…)*; (ii) n. *(…omissis…)* azioni di categoria A e n. *(…omissis…)* azioni di categoria C pari all'*(…omissis…)* del capitale sociale e rappresentative del *(…omissis…)* dei diritti di voto da *(…omissis…)*.

Ai sensi dello statuto sociale di *(…omissis…)* le azioni di categoria A attribuiscono ai titolari il diritto di esprimere un voto per azione; le azioni di categoria B attribuiscono ai titolari il diritto di esprimere tre voti per azione; le azioni di categoria C, privilegiate sotto il profilo patrimoniale, non attribuiscono ai titolari il diritto di voto. *(…omissis…)*, per il tramite delle azioni a voto multiplo assegnate detiene, dunque, la maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea di *(…omissis…)*.

Per raggiungere il predetto assetto azionario di *(…omissis…)* , *(…omissis…)* ha conferito i crediti rivenienti dalle cessioni delle proprie partecipate in favore di *(…omissis…)* e (…omissis).

Secondo quanto rappresentato nel Quesito, non erano e non sono in essere patti parasociali tra *(…omissis…)*, *(…omissis…)* e *(…omissis…)*, rilevanti ai sensi dell'art. 122 del TUF, aventi ad oggetto azioni delle società *(…omissis…)*, *(…omissis…)* o *(…omissis…)*.

**2.2. Le considerazioni dello Studio Legale sull'operazione**

Secondo quanto rappresentato nel Quesito, il trasferimento della partecipazione detenuta in *(…omissis…)* tra società del gruppo *(…omissis…)* rientra "*nell'esenzione di cui all'art. 49, comma 1, lett. c) del Regolamento Emittenti in quanto è un'operazione sostanzialmente neutra con riferimento agli assetti di controllo di (…omissis…) e alla tutela delle minoranze*".

A supporto di quanto affermato, lo Studio Legale ha analizzato gli assetti di controllo relativi a *(…omissis…)* e a *(…omissis…)*, in quanto quest'ultima società sarà posta al vertice del Gruppo *(…omissis…)* risultante dalla riorganizzazione del medesimo e deterrà la maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria di *(…omissis…)*, che a sua volta deterrà l'intero capitale sociale di *(…omissis…)*. Al riguardo, è stato dichiarato:

(i) *(…omissis…)*: nessuno dei soci si imputa singolarmente il controllo ai sensi dell'art. 93 del TUF e dell'art. 2359 c.c. e *(…omissis…)* e *(…omissis…)* detengono congiuntamente la maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria; *(…omissis…)*, pur detenendo azioni in usufrutto con diritto di voto non contribuisce ad indirizzare le attività societarie.

(ii) *(…omissis…)*: nessuno dei soci si imputerà singolarmente il controllo ai sensi dell'art. 93 del TUF e dell'art. 2359 c.c.; *(…omissis…)* e *(…omissis…)* deterranno congiuntamente la maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea disponendo ciascuno di azioni pari al 50%. Non saranno stipulati patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 del TUF aventi ad oggetto azioni di *(…omissis…)*, *(…omissis…)*, *(…omissis…)*, *(…omissis…)*.

In merito alle relazioni sussistenti tra *(…omissis…)* e *(…omissis…)*, nonché tra *(…omissis…)*, *(…omissis…)* e *(…omissis…)* e all'eventuale sussistenza di un azione di concerto tra i medesimi, lo Studio Legale ha rappresentato quanto segue.

Con riferimento a *(…omissis…)* e *(…omissis…)* è stato affermato che qualora fossero

"*configurabili quali concertisti ai sensi dell'art. 101-bis, comma 4 del TUF e dell'art. 44-quater, comma 1, lett. a) del Regolamento Emittenti in relazione a (…omissis…), il Trasferimento non comporterebbe alcuna modifica agli assetti di potere in (…omissis…) perché vi sarebbe un'identità dei soggetti concertisti con riferimento a (…omissis…) e (…omissis…)*".

Infatti, con riferimento ai rapporti sussistenti tra *(…omissis…)*, e *(…omissis…)* è stato affermato che si ritiene che "*non ricorrano le condizioni della presunzione relativa di cui all'art. 44-quater, comma 1, lett. a) del Regolamento Emittenti* […] *al fine di considerare (…omissis…) quale concertista con (…omissis…) e (…omissis…) in quanto (…omissis…), pur detenendo in usufrutto azioni che le conferiscono diritti di voto in (…omissis…), ha un comportamento passivo e non ha posto in essere alcuna iniziativa o attività volta alla gestione e nell'amministrazione di (…omissis…)*".

**3. Considerazioni della Consob**

All'operazione descritta nel Quesito sarebbe, in astratto, applicabile la disciplina dell'Opa obbligatoria, in quanto *(…omissis…)*, a seguito del contratto di compravendita concluso con *(…omissis…)* a *(…omissis…)*, acquisirà una partecipazione in *(…omissis…)* superiore al 30% del capitale. Per le considerazioni di seguito esposte, si ritiene che tale in esame non comporterà l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulle rimanenti azioni *(…omissis…)* in capo a *(…omissis…)*, in quanto alla fattispecie in esame risulta applicabile l'esenzione disciplinata dall'art. 106, comma 5, lettera b), del TUF e dall'art. 49, comma 1, lettera c), del Regolamento Emittenti.

Ai fini dell'esame del Quesito è necessario analizzare due distinti profili della disciplina in materia di offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, segnatamente i profili concernenti l'azione di concerto e l'esenzione dall'obbligo di Opa conseguente a trasferimenti c.d. infragruppo.

**3.1. La disciplina dell'azione di concerto**

La disciplina dell'azione di concerto si articola su previsioni dettate da norme di rango primario - art. 101-*bis*, comma 4, del TUF a mente del quale per persone che agiscono di concerto si intendono "*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*" - e regolamentari, tra cui rileva, con riferimento al caso di specie, la previsione contenuta nell'art. 44-*quater*, comma 1, del Regolamento Emittenti (attuativo dell'art. 101-*bis*, comma 4-*ter*, lett. a), del TUF). Detto articolo individua talune presunzioni relative di azione di concerto - rispetto alle quali, dunque, può essere fornita prova contraria -. In base a tale disposizione, si considerano persone che agiscono di concerto, "*salvo che provino che non ricorrono le condizioni previste dall'art. 101*-bis*, comma 4*" del TUF, "*a) un soggetto e il coniuge, il convivente, gli affini e i parenti in linea retta e in linea collaterale entro il secondo grado nonché i figli del coniuge e del convivente* […]". La norma, dunque, fa riferimento a quei familiari che solitamente, salvo prova contraria, sono soggetti ad una reciproca influenza. In merito alla nozione generale di concerto dettata dal richiamato art. 101-*bis*, comma 4, del TUF, si rileva che il fulcro della stessa è costituito dal concetto di cooperazione; tuttavia, affinché la cooperazione tra soggetti sia rilevante ai fini che qui interessano, è necessaria l'esistenza di un accordo tra i soggetti coinvolti, nonché la finalizzazione del citato accordo all'acquisto, al mantenimento o al rafforzamento del controllo sull'emittente quotato. Come anche sostenuto dalla dottrina, il momento centrale della fattispecie e, dunque, l'effetto della cooperazione è costruito intorno al momento dell'agire ed è rappresentato dal coordinamento dei "concertisti" funzionale ad una acquisizione o alla stabilizzazione degli assetti di controllo della

società quotata. La cooperazione tra più soggetti, per rilevare ai fini dell'azione di concerto, deve tradursi in un agire funzionale a realizzare l'obiettivo che le parti dell'accordo hanno condiviso e non rimanere sul piano della non-azione quale mera condivisione di obiettivi o comunione di intenti.

Al fine di superare la presunzione relativa di un'azione di concerto *ex* art. 44-*quater*, comma 1, del Regolamento Emittenti, è necessario che i soggetti a ciò interessati provino, attraverso la produzione di elementi idonei, l'inesistenza di un accordo e, più in generale, di una qualsiasi forma di "*cooperazione*" volta "*ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente*".

Posto che il controllo è l'obiettivo dell'agire dei concertisti, la verifica in ordine all'eventuale sussistenza di un accordo tra i soggetti coinvolti e, quindi, del controllo, deve essere svolta con riguardo ai meccanismi posti alla base della vita societaria (e, quindi, in relazione al contenuto dello statuto, alle deliberazioni del consiglio di amministrazione e dell'assemblea dei soci).

Lo Studio Legale ha affermato che *(…omissis…)* non può essere considerata "*una concertista che coopera, anche sulla base di un accordo tacito o verbale, con (…omissis…) e (…omissis…) al fine di acquistare, mantenere o rafforzare il controllo su (…omissis…) (e quindi su (…omissis…) di cui alla definizione dell'art. 101-bis, comma 4, del TUF, in quanto (…omissis…), pur detenendo in usufrutto azioni che le conferiscono diritti di voto in (…omissis…), ha un comportamento passivo e non ha posto in essere alcuna iniziativa o attività volta alla gestione e nell'amministrazione di (…omissis…) , non ha orientato in alcun modo le decisioni assunte a livello di (…omissis…) (come testimoniato peraltro dalla mancata partecipazione alle riunioni degli organi sociali della Società sin dal 2013) né si consulta o si coordina con (…omissis…) e/o né fornisce deleghe o indicazioni a (…omissis…) e/o (…omissis…) né intrattiene alcuna relazione stabile e vincolante con (…omissis…) e/o (…omissis…), formalmente o informalmente, avente ad oggetto la gestione o l'amministrazione ordinaria o straordinaria della Società. Si ritiene pertanto che non ricorrano le condizioni della presunzione relativa di cui all'art. 44-quater, comma 1, lett. a) del Regolamento Emittenti*".

A supporto delle affermazioni formulate nel Quesito concernenti l'impossibilità di considerare *(…omissis…)* "*una concertista che coopera, anche sulla base di un accordo tacito o verbale, con (…omissis…) e (…omissis…) al fine di acquisire, mantenere o rafforzare il controllo su (…omissis…) (e quindi su (…omissis…) )*", lo Studio Legale ha trasmesso alla Consob la relativa documentazione societaria.

Dall'esame della predetta documentazione appare confermata la circostanza per cui *(…omissis…)* non è mai stata componente dell'organo di amministrazione di *(…omissis…)* e che, quantomeno a partire dal 2013, non ha mai partecipato alle assemblee della stessa società (neanche attribuendo delega di voto ad *(…omissis…)* e/o *(…omissis…)*); *(…omissis…)* non ha, dunque, tenuto un comportamento attivo rispetto alla gestione di *(…omissis…)*.

Da quanto sopra deriva che, con riferimento a *(…omissis…)*, possono essere qualificate "persone che agiscono di concerto" ai sensi dell'art. 44-*quater*, lett. a), del Regolamento Emittenti, esclusivamente *(…omissis…)* e *(…omissis…)* dovendosi ritenere superata la presunzione indicata da detta norma avuto riguardo a *(…omissis…)*. Del resto, *(…omissis…)* e *(…omissis…)*: (i) detengono ed esercitano stabilmente la maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea di *(…omissis…)* (la partecipazione dagli stessi complessivamente detenuta ammonta al *(…omissis…)* in quanto ciascuno detiene il *(…omissis…)* dei diritti di voto); (ii) sono gli unici componenti del Consiglio di Amministrazione di *(…omissis…)*, investiti dei più ampi poteri gestori tra cui quelli, da esercitare in forma congiunta, di rappresentanza e conseguente espressione di voto nelle assemblee delle società partecipate, nonché di acquisto, vendita e gestione di quote sociali, azioni o partecipazioni in genere.

Tali elementi inducono a ritenere che il ruolo esercitato da *(…omissis…)* e *(…omissis…)* in *(…omissis…)* (sia in qualità di soci che di amministratori con deleghe) sia stato determinante e abbia consentito ai medesimi di attuare la gestione sociale della stessa, potendo in ciò prescindere da qualsivoglia contributo attivo di *(…omissis…)*.

Tale assetto di *governance* di *(…omissis…)*, preesistente all'esecuzione dell'operazione oggetto del Quesito, verrà cristallizzato a seguito dell'esecuzione della medesima.

**3.2. L'esenzione da Opa per trasferimento c.d. infragruppo**

L'art. 106, comma 5, del TUF demanda alla Consob il potere di disciplinare nel dettaglio le ipotesi in cui il superamento delle soglie rilevanti ai fini Opa non comporta l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto; fra le fattispecie contemplate dal richiamato articolo, vi è il "[…] *b) trasferimento dei titoli previsti dall'articolo 105 tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione*".

La *ratio* dell'esenzione in esame è da rinvenire nella sostanziale "neutralità" della riallocazione societaria ai fini degli assetti di controllo e di *governance* della società quotata; pertanto, ove il trasferimento della partecipazione avvenga alle condizioni dettate dalla norma, non si determinerà un mutamento del soggetto posto in posizione di controllo della società quotata e non si determinerà, conseguentemente, il sorgere dell'esigenza di tutela degli azionisti di minoranza. Il legislatore ha, quindi, escluso, nella fattispecie in esame, il sorgere dell'obbligo di Opa in quanto non sussistono le esigenze di tutela poste a fondamento della relativa disciplina. In tal senso la Consob si è espressa nella propria Comunicazione n. DEM/2009909 del 13 febbraio 2002[1].

La norma regolamentare (art. 49, comma 1, lett. c), del Regolamento Emittenti) ha individuato le tipologie di trasferimenti alle quali si applica l'esenzione prevista dal TUF, prevedendo che "*l'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 non sussiste se*: […] *c) 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*".

Dalla lettura della norma regolamentare emergono due elementi descrittivi della fattispecie.

In primo luogo, la norma fa riferimento a due tipologie di trasferimento: i trasferimenti cd. *orizzontali* e i trasferimenti cd. *verticali* della partecipazione rilevante ai fini Opa. In secondo luogo, dalla norma regolamentare si ricava l'interpretazione dei "*rilevanti rapporti di partecipazione*" indicati dall'art. 106, comma 5, lett. b), del TUF, da intendersi quali rapporti di controllo di diritto.

Premesso quanto sopra, con riferimento al caso di specie, si rinviene la ricorrenza degli elementi richiesti dall'art. 49, comma 1, lett. c), del Regolamento Emittenti e dai quali il legislatore desume la

[1] Più precisamente, nella richiamata Comunicazione la Consob ha rilevato quanto segue: " *La* ratio *dell'esenzione in esame, infatti, come la Consob ha già avuto modo di evidenziare* [cfr. Nota Tecnica diffusa in sede di lavori preparatori del Regolamento Emittenti]*, è quella di 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. Con la disposizione di cui trattasi, quindi, si è inteso 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".*

neutralità dell'operazione sotto il profilo degli assetti proprietari e degli interessi degli azionisti di minoranza. In particolare, si osserva che:

(i) in merito all'esistenza del trasferimento di una partecipazione rilevante ai fini Opa nell'ambito di un gruppo societario, vi è il trasferimento della partecipazione detenuta in *(…omissis…)* da *(…omissis…)* (società posta al vertice del vecchio Gruppo *(…omissis…)* a *(…omissis…)*, società controllata da *(…omissis…)* (società partecipata al 50% da *(…omissis…)* e al 50% da *(…omissis…)* e posta al vertice del Nuovo Gruppo *(…omissis…)*) per il tramite di *(…omissis…)*. Nel caso di specie, dunque, si verte in ipotesi di trasferimento cd. orizzontale;

(ii) in merito all'esistenza di uno o più soggetti controllanti di diritto le società coinvolte nel trasferimento della partecipazione in *(…omissis…)*, come sopra detto, ancorché i diritti di voto esercitabili nell'assemblea di *(…omissis…)* siano attualmente detenuti da *(…omissis…)*, *(…omissis…)* e *(…omissis…)*, dalla documentazione societaria acquisita emerge che *(…omissis…)* non ha alcun ruolo attivo rispetto a *(…omissis…)*; con riferimento a quest'ultima società, dunque, *(…omissis…)* e *(…omissis…)* (in quanto soggetti agenti di concerto ai sensi dell'art. 101- *bis*, comma 4-*ter*, lett. a), del TUF e dell'art. 44-*quater*, comma 1, del Regolamento Emittenti), dispongono congiuntamente della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea di *(…omissis…)*. *(…omissis…)* e *(…omissis…)* dispongono, altresì, congiuntamente della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea di *(…omissis…)* società che controlla, per il tramite di *(…omissis…)*, *(…omissis…)*, società alla quale sarà trasferita la partecipazione detenuta in *(…omissis…)*.

Ciò posto, la fattispecie in esame appare rientrare nell'ambito di applicabilità dell'esenzione in parola, in quanto:

(i) si riscontra la *ratio* che giustifica l'esclusione dell'obbligo di Opa nell'ambito di determinate operazioni infragruppo, cioè la sostanziale "neutralità" della riallocazione societaria ai fini degli assetti di controllo e di *governance* nonché della gestione della quotata. In altri termini si riscontra l'assenza del presupposto fondamentale dell'Opa obbligatoria, ovvero il cambio di controllo, inteso in senso sostanziale;

(ii) *(…omissis…)* e *(…omissis…)* (che sono qualificabili come soggetti che agiscono di concerto) detengono, come richiesto dalla norma regolamentare in questione, "*congiuntamente*" la "*maggioranza dei diritti di voto esercitabili* [nell']*assemblea ordinaria* " di *(…omissis…)*, nonché di *(…omissis…)*, che a sua volta, in ragione dell'attribuzione alla medesima di azioni a voto multiplo, detiene la maggioranza dei diritti di voto di *(…omissis…)*, che detiene il 100% di *(…omissis…)*.

Inoltre, si osserva che l'Operazione può dirsi neutrale anche in termini di contendibilità della società quotata in questione, in quanto la partecipazione oggetto di trasferimento continuerà ad essere detenuta da un veicolo societario.

**4. Conclusioni**

Tutto ciò posto, il trasferimento della partecipazione detenuta in *(…omissis…)* avverrà, nell'ambito del Gruppo *(…omissis…)*, tra società (*(…omissis…)* e *(…omissis…)*) in cui i medesimi soggetti (*(…omissis…)* e *(…omissis…)*) dispongono della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria.

Detto trasferimento non comporterà, dunque, l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulle rimanenti azioni *(…omissis…)* in capo a *(…omissis…)*, in quanto alla fattispecie in esame risulta applicabile l'esenzione disciplinata dall'art. 106, comma 5, lettera b), del TUF e dall'art. 49, comma 1, lettera c), del Regolamento Emittenti.

Le conclusioni sopra rassegnate si basano su quanto, allo stato, rappresentato dallo Studio Legale in relazione all'operazione oggetto di esame, pertanto la conoscenza di circostanze diverse e/o ulteriori rispetto a quelle rappresentate potrebbe comportare una nuova valutazione dell'operazione da parte della Consob.

IL PRESIDENTE
*Giuseppe Vegas*