CONSOB

Comunicazione n. DEM/8093480 del 9-10-2008

inviata allo studio legale … e alla *[…società quotata A…]*…

OGGETTO: **Quesito in merito all'applicabilità dell'esenzione dagli obblighi di OPA di cui all'art. 49, comma 1, lett. c), del Regolamento Emittenti (acquisti infragruppo), ad un'operazione di riassetto azionario**

In data … è pervenuto alla Consob un quesito, presentato da codesto Studio Legale (di seguito lo "Studio Legale") per conto degli azionisti *[…della società quotata A…]* (…) facenti capo ai fondi assistiti da …, …, … (collettivamente, i "Fondi"), che, in quanto aderenti ad un patto parasociale di voto e di blocco detengono il controllo di diritto della società. Il quesito, che concerne l'applicabilità della disciplina in materia di OPA obbligatoria ad un'operazione di riassetto azionario della stessa *[…società quotata A…]*, è stato poi integrato con nota del ….

I fondi, che nel 2003 hanno acquistato la partecipazione di controllo *[…nella società quotata A…]* per il tramite di un veicolo societario *[…società veicolo B…]*, nel corso del 2004, per motivi che, secondo quanto riportato nel quesito, sono legati ad alcune incertezze all'epoca esistenti sulla normativa fiscale applicabile all'operazione, hanno deciso di adottare una modalità di partecipazione *[…nella società quotata A…]* "frazionata" attraverso veicoli societari dedicati posseduti individualmente da ciascuno dei Fondi medesimi, in luogo di un unico veicolo congiuntamente partecipato.

Secondo quanto rappresentato nel quesito, tenendo conto del venir meno delle richiamate incertezze circa l'applicazione delle norme fiscali, i Fondi intenderebbero ripristinare l'originaria struttura dell'azionariato *[…della società quotata A…]*, semplificandone la catena partecipativa tramite l'eliminazione dei veicoli societari, ormai privi di una funzione e di un'utilità specifica. Tale risultato verrebbe perseguito tramite un'operazione di riassetto azionario della stessa *[…società quotata A…]* suddiviso in due fasi. Nella prima fase si procederebbe alla fusione per incorporazione nella *[…società veicolo C…]* delle ulteriori quattro società-veicolo detenute dai Fondi attualmente azioniste dirette *[…della società quotata A…]* (…, …, … e …). Nella seconda fase si procederebbe alla fusione per incorporazione *[…nella società veicolo C…]* delle società veicolo poste al livello intermedio della catena partecipativa. A valle dell'operazione la *[…società quotata A…]* rimarrebbe pertanto controllata indirettamente, tramite *[…la società veicolo C…]*, dalla *[…società veicolo D…]* il cui capitale sarebbe detenuto dai Fondi in misura proporzionale alle partecipazioni da essi attualmente detenute nella *[…società quotata A…]*.

Per effetto dell'operazione rappresentata *[…la società veicolo C…]* verrebbe a detenere una partecipazione nel capitale ordinario *[…della società quotata A…]* pari a circa il 50,4% e sarebbe quindi tenuta a promuovere sulla totalità delle azioni ordinarie di quest'ultima un'OPA obbligatoria ex art. 106, comma 1, del TUF. In relazione a ciò, lo Studio Legale – pur rilevando che l'operazione in parola non rientra in senso stretto tra le ipotesi di "acquisti infragruppo" esentate dall'OPA obbligatoria ai sensi dell'art. 49, comma 1, lett. c), del Regolamento Emittenti – ritiene comunque applicabile in via analogica al caso di specie detta esenzione, in virtù delle seguenti motivazioni:

- la riorganizzazione *[…della società quotata A…]*, nella misura in cui costituisce soltanto una diversa modalità di partecipazione dei Fondi nell'emittente che lascia invariati gli equilibri di potere tra essi sussistenti, rispetterebbe pienamente la ratio dell'esenzione in esame individuata dalla Consob nei suoi precedenti orientamenti nella "*Creazione di un regime di favore in relazione a quelle operazioni di riassetto azionario, anche non*

infragruppo, in cui gli assetti di potere al vertice della catena partecipativa rimangono inalterati" (Si citano, in particolare, la Comunicazione DEM/2009909 del 13 febbraio 2002 …, la Comunicazione DEM/2014074 del 1° marzo 2002 … e la Comunicazione DEM/2057476 del 14 agosto 2002 …);

- i Fondi hanno già promosso un'OPA successiva totalitaria sulle azioni ordinarie *[…della società quotata A…]* all'epoca dell'acquisto originario della partecipazione e pertanto la mancata applicazione dell'esenzione nel caso di specie determinerebbe in capo *[…alla società veicolo C…]*, società che "*non svolge né svolgerebbe alcuna attività autonoma imprenditoriale, ma solo un'attività di detenzione della partecipazione* […nella società quotata A…]", un analogo obbligo di promuovere l'offerta, pur in assenza del presupposto fondamentale costituito dall'acquisto del controllo sull'emittente;

- la possibilità di applicare in via analogica l'esenzione di che trattasi sarebbe confermata dal tenore dell'art. 106, comma 5, lett. b), del D.lgs. 58/98 (TUF), che si riferisce "*in senso ampio*" ad operazioni "di trasferimento di azioni" realizzate tra "*soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione*", nonché dalla possibilità riconosciuta de iure condendo alla Consob, in attuazione della direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto, di escludere con proprio provvedimento motivato l'applicabilità dell'obbligo di OPA con riguardo a casi riconducibili alle ipotesi di esenzione individuate dalla legge ancorché non espressamente previste dal relativo regolamento di attuazione;

- è intenzione dei Fondi, contestualmente alla realizzazione della prima fase dell'operazione, apportare allo statuto della *[…società veicolo C…]* "*ogni modifica che si renda necessaria al fine di mantenere inalterato l'attuale livello di contendibilità […sulla società quotata A…]*" che potrebbe ridursi in esito al riassetto prospettato, prevedendo in particolare un diritto di recesso *ad nutum […dalla società veicolo C…]* esercitabile da parte dei Fondi in caso di OPA su azioni ordinarie *[…della società quotata A…]*, cui conseguirebbe la liquidazione in natura della propria partecipazione mediante assegnazione di dette azioni che potrebbero pertanto essere liberamente apportate all'offerta.

Sotto quest'ultimo profilo a seguito di una richiesta di chiarimenti della Consob circa la disciplina del diritto di recesso *ad nutum […dalla società veicolo C…]*, con nota in data … lo Studio Legale ha rappresentato la possibilità di introdurre nello statuto *[…della società veicolo C…]*, in sostituzione di un diritto di recesso *ad nutum*, un meccanismo di "*liquidazione automatica*" della società in caso di presentazione di un'offerta pubblica di acquisto *[…sulla società quotata A…]*.

In particolare si prevede che in caso di annuncio ex art. 102 Tuf di un'OPA *[…sulla società quotata A…]* gli amministratori *[…della società veicolo C…]* debbano convocare un'assemblea dei soci chiamata a deliberare la messa in liquidazione della società salvo che tutti i soci all'unanimità si esprimano per la continuazione della stessa. La liquidazione della società, attraverso l'attribuzione in natura ai soci *[…della società veicolo C…]* della quota loro spettante degli attivi patrimoniali, comporterebbe la possibilità per questi di aderire all'offerta pubblica, non pregiudicandosi in tal modo l'attuale livello di contendibilità *[…della società quotata A…]*.

Sempre nella citata nota lo Studio Legale ha quindi ribadito l'operatività dell'esenzione per operazioni infragruppo richiedendo esplicitamente l'applicazione dell'art. 106, comma 6, TUF.

***

1. Posto che, in esito all'operazione prospettata, il veicolo di diritto lussemburghese *[...società veicolo C...]* incrementerebbe la propria partecipazione *[...nella società quotata A...]* dall'attuale 19% al 50,4%, al fine di rispondere al quesito occorre verificare l'applicabilità alla fattispecie rappresentata nel quesito dell'esenzione dall'obbligo di OPA prevista dall'art. 49, comma 1, lett. c), del Regolamento Emittenti interpretata alla luce dei precedenti orientamenti della Consob.

Tale ultima disposizione è volta ad esentare dall'obbligo di opa le operazioni che pur determinando un acquisto diretto od indiretto di una partecipazione in una società quotata rilevante ai fini opa, rappresentano una mera riallocazione della partecipazione all'interno di un gruppo societario realizzata sia attraverso trasferimenti tra società soggette a comune controllo (passaggi in senso orizzontale), sia attraverso trasferimenti tra una società e l'entità controllante (passaggi in senso verticale). La Consob, prescindendo dalla formulazione letterale dell'art. 49, lett. c) ha inoltre ravvisato la sussistenza dell'esenzione per operazioni infragruppo, nei casi in cui determinati soggetti, in alcuni dei casi riuniti in un patto parasociale, i quali detenevano la partecipazione nella società quotata attraverso uno o più veicoli societari di cui erano azionisti, intendevano eliminare alcuni "anelli" alla catena partecipativa, ovvero aggiungere un ulteriore "anello" a monte dell'entità societaria che deteneva direttamente la partecipazione nella quotata. L'estensione dell'esenzione a tali ipotesi deriva dalla constatazione che le stesse appaiono sostanzialmente neutre dal punto di vista della modifica degli assetti di controllo della quotata.

Nel caso in esame, i quattro Fondi intenderebbero riunire in un'unica entità societaria i veicoli attraverso cui ciascuno di essi detiene individualmente (ed indirettamente) la partecipazione nella società quotata. Semplificando la struttura dell'operazione, questa determinerebbe il passaggio da una situazione attuale di controllo operante solo sul piano parasociale in quanto generata esclusivamente dalle disposizioni del patto di voto e di blocco cui aderiscono i Fondi con le partecipazioni da essi individualmente detenute nella società quotata, ad una situazione di controllo operante, in permanenza del patto, anche sul piano sociale e quindi reale, in quanto realizzata tramite la partecipazione dei Fondi ad un veicolo societario unitario di cui diverrebbero azionisti.

L'operazione prospettata, pur rimanendo inalterati i soggetti posti al vertice della catena partecipativa e le disposizioni parasociali volte a regolare i loro rapporti in qualità di azionisti (indiretti) *[...della società quotata A...]*, introduce pertanto, a differenza di quanto riscontrato nei richiamati precedenti Consob in cui è stata ravvisata l'esenzione per acquisti infragruppo, un mutamento apprezzabile degli assetti di controllo *[...della società quotata A...]* in quanto determina, come del resto riconosciuto anche nel quesito, una forma di controllo più rigido sulla *[...società quotata A...]* con evidenti ripercussioni sul grado di contendibilità della medesima società.

Allo stato attuale infatti, diversamente da quanto si verificherebbe in caso di adozione della nuova struttura societaria proposta, ciascun Fondo:

- può decidere di non rinnovare alla scadenza l'accordo parasociale che ha per sua natura durata limitata a tre anni, riacquisendo in tal modo la libera disponibilità della propria partecipazione e dei diritti di voto ad essa correlati;

- in caso di OPA da parte di terzi ha, la possibilità garantita dall'art. 123 TUF di recedere senza preavviso e senza penali dal vincolo di blocco previsto nel patto per aderire all'offerta;

- nel caso in cui, a seguito di un'OPA, venga convocata un'assemblea ex art. 104 Tuf chiamata a decidere l'adozione di una misura difensiva è soggetto alle disposizioni di cui al nuovo art. 104-bis comma 2 del Tuf secondo cui: "*Nel periodo di adesione all'offerta non ...hanno effetto, nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni previsti dall'art. 104, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali*".

Più in generale, concentrando le loro partecipazioni in un unico veicolo societario, i Fondi perderebbero la disponibilità "reale" delle azioni *[...della società quotata A...]* di cui sono attualmente in possesso e del relativo diritto di voto, con la conseguenza di "blindare" la partecipazione di controllo di diritto nella *[...società quotata A...]*, senza che sia possibile per un singolo Fondo "violare" gli accordi di voto e di blocco con gli altri Fondi andando incontro a conseguenze operanti sul piano unicamente obbligatorio e quindi risarcitorio. Tali indiscutibili mutamenti sul piano degli assetti di controllo dell'emittente che riducono sensibilmente il grado di contendibilità della società, non consentono di ritenere l'operazione in esame conforme alla *ratio* che sorregge l'esenzione infragruppo e che, come più volte rappresentato dalla Consob, è volta ad escludere la promozione di un offerta unicamente in caso di trasferimenti di una partecipazione rilevante ai fini OPA che siano però assolutamente "neutri" dal punto di vista degli assetti proprietari della società.

2. Le conclusioni sopra evidenziate, rimangono ferme anche alla luce delle ulteriori osservazioni svolte nel quesito e nella nota del …. Sotto questo profilo non può innanzitutto attribuirsi rilievo al fatto, richiamato dallo Studio Legale, che i Fondi: i) hanno già promosso, tramite un veicolo societario da questi posseduto, un'OPA *[...sulla società quotata A...]* all'epoca dell'acquisto originario della partecipazione; ii) hanno deciso di scorporare le partecipazioni *[...nella società quotata A...]* detenute tramite la *[...società veicolo B...]*, assegnandole in misura proporzionale ai singoli Fondi per motivi fiscali rendendo di fatto più contendibile la società; iii) si appresterebbero oggi, per gli stessi motivi, a ripristinare lo *status quo ante*. Tali circostanze, infatti, non escludono di per sé l'obbligo di OPA che si accompagna ad ogni rilevante mutamento degli assetti di controllo di una società quotata a prescindere sia dalle motivazioni ad esso sottese sia dal fatto che venga ripristinata una situazione di controllo preesistente.

Per quanto riguarda poi il meccanismo di "*liquidazione automatica*" *[...della società veicolo C...]*, individuato dallo Studio Legale al fine di elidere le differenze, in termini di contendibilità *[...della società quotata A...]*, generate dall'operazione prospettata, si osserva che, sulla base di quanto prodotto ed evidenziato dal medesimo Studio Legale, tale meccanismo non appare in grado di eliminare il mutamento degli assetti proprietari *[...della società quotata A...]* conseguente all'operazione prospettata per i motivi di seguito indicati.

- Non vi è alcuna garanzia che il procedimento di liquidazione si concluda in tempo utile per consentire ai Fondi di entrare in possesso diretto delle azioni *[...della società quotata A...]* entro e non oltre il termine di durata di un'eventuale OPA. Se è vero infatti che lo statuto *[...della società veicolo C...]* prevede un meccanismo che dovrebbe assicurare l'avvio della procedura di liquidazione al massimo entro 12 giorni dall'annuncio di un'offerta, non è possibile determinare *ex ante* in modo certo che i tempi di conclusione di detta procedura siano compatibili con gli stretti tempi di un'OPA, visti gli adempimenti che i liquidatori devono necessariamente compiere e le eventuali inerzie registrabili in capo agli organi deputati al compimento della procedura.

- Le considerazioni sopra riportate sono a maggior ragione estensibili alla compatibilità temporale tra la conclusione (con assegnazione delle azioni *[...della società quotata A...]*)

del procedimento di liquidazione e lo svolgimento di un'assemblea ex art. 104 TUF che potrebbe svolgersi in un momento precedente al termine di conclusione del periodo d'offerta. La mancata attribuzione ai Fondi della quota di azioni *[...della società quotata A...]* ad essi spettante, in tempo utile per lo svolgimento della citata assemblea, impedirebbe infatti a ciascun fondo la libera espressione del voto in tale sede, condizione questa che risulta oggi garantita dal meccanismo ex art. 104-bis, comma 2, TUF.

- La possibilità per i soci *[...della società veicolo C...]* di ottenere in sede di liquidazione una quota di azioni *[...della società quotata A...]* proporzionale alla partecipazione detenuta nel predetto veicolo societario è comunque condizionata all'inesistenza di debiti in capo *[...alla società veicolo C...]*, che ove esistenti, in assenza di ulteriori attività, dovrebbero essere ristorati con la vendita/assegnazione dei titoli *[...della società quotata A...]* e conseguente proporzionale decurtazione della quota di azioni da distribuire ai soci. Sebbene allo stato, secondo quanto rappresentato dallo Studio Legale, i bilanci delle società che dovrebbero partecipare alla fusione non contemplino posizione creditorie di terzi, non può escludersi che tali posizioni vengano in futuro ad esistenza anche tenuto conto del peculiare oggetto sociale *[...della società veicolo C...]* che contempla unicamente l'attività di detenzione, gestione e sviluppo della partecipazione *[...nella società quotata A...]* senza peraltro escludere il ricorso a mezzi di finanziamento.

- l'operazione prospettata accentuerebbe in modo sostanziale i vincoli alla trasferibilità delle azioni *[...della società quotata A...]* anche al di fuori dell'ipotesi di un'OPA presentata da terzi e dunque senza che possa operare il meccanismo della "liquidazione automatica". Ciò, in quanto, come già anticipato, il vincolo parasociale di blocco, a differenza del vincolo sociale, ha durata limitata nel tempo e può inoltre verificarsi un mancato rispetto dello stesso con conseguenze di tipo risarcitorio che non hanno effetti nei confronti dei terzi.

3. Per quanto riguarda infine il rilievo formulato dallo studio legale secondo cui il nuovo comma 6, dell'art 106, TUF, consentirebbe di ricomprendere nell'ambito dell'esenzione la fattispecie in esame, anche tenuto conto del fatto che l'art. 106, comma 5, lett. b), del TUF fa riferimento in generale, ad operazioni di trasferimento di azioni realizzate tra "*soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione*", si osserva che l'art. 106, comma 6, TUF sancisce legislativamente la possibilità per la Consob di accordare l'esenzione a casi riconducibili alle ipotesi contemplate dal TUF se pur non espressamente richiamati nella norma regolamentare di attuazione. E' peraltro evidente come l'applicazione di tale disposizione non possa prescindere dall'individuazione di una *eadem ratio* tra le ipotesi di esenzione contemplate dal TUF e dalle relative norme regolamentari di attuazione, da un lato, e le ipotesi a cui si ritiene estensibile l'esenzione, dall'altro. Per quanto concerne l'esenzione per operazioni infragruppo, tale verifica implica l'individuazione di una sostanziale identità di effetti sul piano degli assetti societari.

Per converso, nel caso di specie è stato evidenziato come faccia difetto il presupposto tipico dell'esenzione infragruppo e cioè la neutralità rispetto agli assetti di controllo della società quotata. Tale differenza non consente di considerare il caso di specie una ipotesi "riconducibile" alla fattispecie prevista dall'art. 106, comma 5, lett. b), del TUF se pur non espressamente prevista dal disposto dell'art. 49 lett. c) del Regolamento Emittenti.

4. Tutto quanto sopra considerato si ritiene che l'operazione di riassetto prospettata dai Fondi comporterebbe l'obbligo di promuovere un'OPA *[...sulla società quotata A...]* non risultando applicabile al caso di specie l'esenzione per acquisti infragruppo di cui all'art. 49, comma 1, lett. c),

del Regolamento Emittenti e non sussistendo altresì i presupposti per l'applicazione dell'art. 106, comma 6, TUF.

IL PRESIDENTE
Lamberto Cardia