

Comunicazione n. 0685312 del 15 luglio 2020

OGGETTO: Quesito in merito all'applicabilità della disciplina in materia di appello al pubblico risparmio ad un'operazione di scissione parziale non proporzionale con opzione asimmetrica

1. Premessa

Si fa riferimento alla nota trasmessa alla Consob il 3 giugno 2020 con la quale codesti Studi Legali, [...omissis...], hanno sottoposto all'attenzione della Commissione un quesito (il “**Quesito**”) relativo all'applicabilità della disciplina di appello al pubblico risparmio ad un'operazione di scissione parziale non proporzionale di talune attività e passività di “X” a favore di “Y” (la “**Scissione**”), delineata nei termini descritti di seguito.

2. Il Quesito

2.1 Secondo quanto riportato nel Quesito, l'operazione di Scissione prospettata avrebbe ad oggetto un compendio patrimoniale di X composto da: (i) attività di X e (ii) passività di X.

Secondo quanto prospettato, la Scissione dovrebbe essere attuata mediante assegnazione ad Y del compendio con contestuale attribuzione ai soci di X di azioni di categoria speciale di Y di nuova emissione (le “**Azioni B**”) in misura non proporzionale alla quota di partecipazione detenuta da questi ultimi in X. In particolare, è prevista l'assegnazione [*al socio di controllo Z, ndr*] di una quota di Azioni B più che proporzionale alla partecipazione dal medesimo detenuta in X e, di conseguenza, l'assegnazione ai soci di minoranza di X di una quota di Azioni B meno che proporzionale rispetto alla partecipazione da questi ultimi detenuta in X.

Le Azioni B saranno prive del diritto di voto¹ e, al pari delle azioni ordinarie Y già esistenti, non saranno negoziate su alcun mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione.

Secondo quanto riportato nel Quesito, è previsto che la Scissione comporti:

- (i) dal lato della società Scissa X, una riduzione del capitale sociale da attuarsi mediante annullamento di azioni ordinarie; e
- (ii) dal lato della società Beneficiaria, Y, un aumento di capitale mediante emissione delle Azioni B.

Trattandosi di una scissione non proporzionale *ex art. 2506-bis*, comma 4, cod. civ, l'operazione prevedrà una distribuzione non proporzionale delle Azioni B ai soci di X: in particolare, si è ipotizzato che al socio di controllo Z venga assegnato il 90% delle Azioni B di nuova emissione, mentre agli altri azionisti di X il restante 10%.

Quanto alla riduzione del capitale della società scissa, si procederà ad annullare azioni ordinarie X di titolarità del socio di controllo Z in numero pari al 90% del numero complessivo delle azioni

¹ Le Azioni B di nuova emissione, che saranno assegnate ai soci di X in funzione del rapporto di assegnazione approvato dalle assemblee, avranno i medesimi diritti delle azioni ordinarie Y già emesse, ad eccezione del diritto di voto nell'assemblea ordinaria e straordinaria dei soci di Y.

ordinarie X da annullare in conseguenza della Scissione; il restante 10% delle azioni da annullare sarà invece ripartito sulle azioni di titolarità dei soci diversi dal socio di controllo Z.

Come si riporta nel Quesito, “*quale parte integrante del progetto sottoposto alle assemblee*”, è stata definita una forma di meccanismo asimmetrico, con facoltà per i soci di X diversi dall'attuale socio di maggioranza di X (i.e. diversi dal socio di controllo Z) di non essere assegnatari del 10% delle suddette Azioni B, con conseguente ulteriore accrescimento della loro partecipazione (in termini percentuali) in X (cd. “**Opzione Asimmetrica**”)².

In particolare, agli azionisti diversi dal socio di controllo Z che eserciteranno l'Opzione Asimmetrica: (i) non verranno assegnate Azioni B; e (ii) non verranno annullate azioni X di loro titolarità.

Di conseguenza, l'esercizio dell'Opzione Asimmetrica comporterà, sempre sulla base del medesimo Rapporto di Cambio:

- (a) l'incremento delle Azioni B da assegnare al socio di controllo Z (in numero pari a quelle che sarebbero state assegnate ai soci di minoranza di X se questi non avessero esercitato l'Opzione Asimmetrica); e
- (b) il conseguente incremento delle azioni ordinarie X di titolarità del socio di controllo Z da annullare (in numero pari a quelle che sarebbero state annullate ai soci di minoranza di X se questi non avessero esercitato l'Opzione Asimmetrica).

Nel Quesito è precisato che l'Opzione Asimmetrica non comporta alcuna alterazione del Rapporto di Cambio, incidendo unicamente sul rapporto di assegnazione³ in quanto “*incide unicamente sulla proporzione tra la distribuzione ai soci X delle Azioni B e le azioni X da annullare e, conseguentemente, sui rapporti tra i soci rispettivamente in X e Y post Scissione, sulla base del Progetto di Scissione e del Rapporto di Cambio approvati dalle assemblee.*”.

2.2. Con riguardo all'operazione sopra descritta, codesti Studi Legali hanno chiesto che la Commissione si pronunci confermando che (il “**Quesito**”):

- (i) “*alla Scissione continui a trovare applicazione il consolidato orientamento Consob secondo cui l'assegnazione di azioni nell'ambito di operazioni di fusione o scissione non costituisca di per sé "offerta pubblica" (...)*”;
- (ii) “*all'Opzione Asimmetrica non trovi applicazione la normativa in tema di offerta al pubblico di*

² Nel Quesito si rappresenta che l'asimmetria verrebbe strutturata, sulla base degli orientamenti adottati in materia dal Consiglio Notarile di Milano (Cfr. Massima n. 30 del 2005), come facoltà rimessa al singolo socio. Sempre secondo quanto riportato nel Quesito si ritiene l'Opzione Asimmetrica conforme all'art. 2506 cod. civ. poiché è “*(...) pacifico in dottrina e recepito dalla prassi che si possano strutturare operazioni di scissione in cui, a servizio del rapporto di cambio, non siano distribuite azioni della scissa, ma si proceda mediante corrispondente annullamento delle azioni della scissa medesima.*”.

³ Nel Quesito si precisa che l'esercizio dell'Opzione Asimmetrica comporterà, a parità di numero complessivo di Azioni B emesse e di azioni X annullate per effetto della Scissione: (i) per il socio di controllo Z, un proporzionale incremento della partecipazione dello stesso in Y (mediante assegnazione di un numero maggiore di Azioni B) e una conseguente e proporzionale diluizione in X (che si realizza mediante l'annullamento di un maggior numero di azioni X dallo stesso possedute); mentre (ii) per gli altri azionisti di X che abbiano esercitato l'Opzione Asimmetrica, la mancata assegnazione di Azioni B e il conseguente accrescimento della loro partecipazione in X in termini di percentuale sul capitale sociale (che si realizza mediante il mancato annullamento di azioni X da loro possedute e non mediante assegnazione di azioni X o emissione di nuove azioni X).

sottoscrizione e di vendita di agli cui artt. 93-bis del TUF e al Regolamento (UE) 2017/1129 e/o di offerte pubbliche di acquisto o di scambio di cui agli artt. 101-bis e seguenti del TUF.”.

2.3. Nel Quesito vengono formulate diverse osservazioni a supporto dell'inapplicabilità all'operazione prospettata della disciplina in materia di appello al pubblico risparmio e, di conseguenza, dell'assenza dell'obbligo di richiedere l'approvazione di un prospetto d'offerta *ex art.* 94 del D. Lgs. n. 58/98 (“**TUF**”) ovvero di un documento di offerta *ex art.* 101 ss. del TUF.

In sintesi nel Quesito viene sostenuto che:

- all'operazione di scissione, anche non proporzionale, sia applicabile l'orientamento espresso dalla Consob nella Comunicazione DIE/DCG/0089130 del 13 novembre 2013 secondo cui: *“la vigente definizione di offerta al pubblico di strumenti finanziari presuppone che il singolo investitore sia chiamato ad assumere un'autonoma decisione di investimento. (...) Non è, pertanto, configurabile un'offerta al pubblico in presenza di operazioni che, pur avendo ad oggetto la sottoscrizione di prodotti finanziari, non consentono al sottoscrittore di accettare individualmente la proposta, in quanto prevedono che essa si perfezioni con l'approvazione della medesima ad opera di una parte dei destinatari e che, qualora siano raggiunte determinate maggioranze, essa sia vincolante per tutti i soggetti destinatari della proposta stessa, ancorché assenti o dissenzienti”*;
- con specifico riguardo all'Opzione Asimmetrica, nel porre in rilievo che la non proporzionalità e la previsione dell'Opzione Asimmetrica sono elementi strutturali, sostanziali ed integranti della Scissione oggetto di approvazione assembleare, gli Studi Legali sottolineano che (i) gli unici strumenti di nuova emissione sono le azioni di categoria B emesse [da Y] come concambio della Scissione; (ii) con riferimento alla possibile applicazione della normativa in materia di offerte pubbliche di scambio, l'Opzione Asimmetrica *“non introduce ulteriori elementi di scambio ma comporta – nell'ottica del singolo azionista X che la eserciti – la ‘neutralizzazione’ dello scambio e, avendo riguardo all'azionariato di X nel suo complesso, incide sul criterio di distribuzione delle Azioni B tra gli azionisti X”* e, costituendo parte integrante della Scissione, non comporta alcuna variazione del rapporto di cambio approvato dalle assemblee né introduce la stessa ulteriori o diversi profili economico/valutativi rispetto a quanto già l'azionista X dovrà considerare ai fini della Scissione da approvare in assemblea.

Inoltre, nel Quesito si segnala che:

- (i) la Scissione comporta sempre – quindi anche non tenendo conto dell'Opzione Asimmetrica - un effetto diluitivo del socio di controllo Z nell'azionariato di X e un accrescimento della partecipazione in X degli azionisti diversi dal socio di controllo Z in virtù del carattere non proporzionale della Scissione;
- (ii) l'esercizio dell'Opzione Asimmetrica non comporta alcun tipo di conferimento o dazione di prezzo da parte dell'azionista, né un incremento del numero di azioni X possedute dal soggetto che la esercita (essendo esclusa l'emissione di nuove azioni da parte di X);
- (iii) la decisione dell'azionista nell'esercizio dell'Opzione Asimmetrica non è dissimile rispetto a quella prevista nell'esercizio del diritto di recesso o del diritto di vendita, previsti ai sensi degli artt. 2506-bis e 2437 del Codice Civile, o del diritto di opzione e prelazione di cui all'art. 2437-*quater* del Codice Civile.

3. Considerazioni sul Quesito

3.1. In merito alla riconducibilità dell'operazione societaria descritta nel Quesito alla disciplina dell'appello al pubblico risparmio, nei suoi due distinti profili dell'offerta al pubblico di sottoscrizione (art. 94 ss. TUF e Regolamento UE 1129/2017) e dell'offerta pubblica di acquisto e scambio (artt. 101-*bis* ss TUF), si sottopongono le seguenti considerazioni.

In via preliminare, si osserva che, nel caso in esame, sia l'assegnazione in misura non proporzionale agli azionisti di X delle azioni di Y (società beneficiaria della Scissione), sia la previsione della facoltà, per i soli soci di minoranza, di rinunciare a tale assegnazione, costituiscono elementi strutturali della particolare, unitaria, operazione di scissione descritta nel quesito, [...*omissis*...]. In particolare, la previsione della c.d. "Opzione asimmetrica" nell'ambito dell'operazione straordinaria, consentirebbe agli azionisti di minoranza di X di mantenere il proprio originario investimento nella società quotata, evitando l'acquisizione di azioni del veicolo Y, che, peraltro non sarebbero negoziate su un mercato regolamentato.

Appare evidente che l'operazione comporti un'assegnazione di titoli che deriva dall'approvazione di una delibera da parte dei destinatari della proposta, vincolante anche nei confronti di eventuali assenti o dissenzienti qualora siano raggiunte determinate maggioranze. L'assegnazione di azioni Y [*le Azioni B, ndr*] derivanti dalla Scissione, secondo le proporzioni derivanti dal Rapporto di Cambio, discende unicamente dalla delibera assunta in sede assembleare. Sotto questo profilo, l'assegnazione di titoli agli azionisti di X presenta le tipiche caratteristiche di una *consent solicitation*.

Tanto premesso, si ritiene che né l'Opzione asimmetrica né l'operazione di Scissione nel suo complesso integrino i presupposti per l'applicazione della disciplina dell'offerta al pubblico rilevante ai fini dell'obbligo di prospetto informativo *ex* Regolamento UE n. 2017/1129, né dell'offerta di scambio rilevante ai sensi dell'art. 101-*bis* del TUF.

3.2. Con riferimento alla normativa in materia di **offerta pubblica di sottoscrizione/vendita**, non può non rilevarsi come, nel caso di specie, manchi del tutto la sottoscrizione e/o l'acquisizione di nuovi titoli, alla cui decisione l'offerta pubblica dovrebbe essere orientata sulla scorta della sua stessa definizione normativa (cfr. sia art. 1, comma 1, lett. *t*), del TUF sia art. 1, par. 1, lett. *d*) Regolamento UE n. 1129/2017, per il quale è «*offerta pubblica di titoli*»: *una comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei titoli offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali titoli [...]* [ndr, sott. agg.].

A tale riguardo una disamina dell'operazione che X e Y sottoporranno alle proprie assemblee dei soci porta ad escludere che il socio sia chiamato a decidere un nuovo investimento. Infatti, l'operazione di Scissione non presenta quegli elementi caratteristici di un'offerta al pubblico di sottoscrizione, quali la presenza di un titolo da sottoscrivere e il versamento di un corrispettivo.

In particolare, X non emette nuovi titoli ma annulla dei titoli già emessi secondo le proporzioni stabilite nel Rapporto di Cambio a fronte dell'assegnazione di titoli Y di categoria B di nuova emissione, assegnazione che, come detto, consegue unicamente dalla deliberazione assembleare. Anche la facoltà prevista di non ricevere in assegnazione le azioni di nuova emissione di Y, riconosciuta nel progetto di Scissione a vantaggio dei soli soci di minoranza, non comporta alcun investimento in nuovi titoli.

Inoltre, non è previsto a carico dell'azionista di X il versamento di un corrispettivo né per l'assegnazione di azioni Y né in caso di esercizio dell'Opzione Asimmetrica; in particolare, con riguardo all'azionista di X diverso dal socio di controllo Z, quest'ultimo consegue un accrescimento della quota percentuale della propria partecipazione rispetto al capitale sociale di X a seguito dell'annullamento di azioni del socio di controllo Z.

In sostanza, l'approvazione della delibera di Scissione comporterà per l'azionista diverso dal socio di controllo Z *i)* o l'assegnazione di titoli Y, in quota non proporzionale rispetto al socio di controllo Z secondo le proporzioni e il Rapporto di cambio definito nel progetto di scissione approvato in sede assembleare; *ii)* o, nel caso in cui si avvalga dell'Opzione Asimmetrica, il mantenimento della propria partecipazione originaria nell'emittente quotato, alla quale corrisponderà un diverso "peso" sul capitale sociale, ridotto a seguito dell'annullamento massimo di azioni X di titolarità del socio di controllo Z. Entrambe le situazioni appena descritte derivano unicamente dall'esercizio del voto in Assemblea e dalla conseguente diluizione massima dell'azionista [...*omissis*...] di maggioranza nella società scissa.

Dunque, dalla disamina complessiva e da quanto rappresentato nel Quesito, non si rinvencono elementi di una sollecitazione all'investimento.

3.3. Le medesime considerazioni espone valgono anche con riferimento alla valutazione sulla sussistenza o meno, nel caso di specie, dei presupposti dell'**offerta pubblica di acquisto/scambio**, la cui nozione è contenuta nell'art. 1, comma 1, lett. v), del TUF⁴.

Richiamando quanto rappresentato nei precedenti paragrafi in merito agli elementi strutturali dell'operazione e alla ricorrenza della *consent solicitation*, infatti, emerge come in nessun momento dell'operazione prospettata si realizzi, materialmente e/o giuridicamente, alcuno scambio di titoli. Si è, invece, in presenza solo di un'operazione, la Scissione, che ha come effetto il concambio di azioni e, dunque, l'assegnazione ai soci della società scissa X delle azioni di categoria speciale B di nuova emissione.

Anche nel caso di specie, dunque, l'azionista esprime la propria scelta attraverso il voto in assemblea, sulla base di un *set* informativo che la disciplina applicabile richiede sia ampio e dettagliato⁵. La decisione assembleare sulla scissione vincola tutti i soci, anche quelli eventualmente assenti o dissenzienti, e l'assegnazione delle azioni B in concambio ai soci X opera quale mero effetto della stipula dell'atto di scissione a seguito dell'approvazione assembleare. Tale assegnazione non è dunque il frutto di una scelta individuale del socio di aderire ad un'offerta di scambio di titoli, né l'assegnazione delle azioni B costituisce alcun corrispettivo, in forma di titoli, di un'offerta pubblica ma costituisce il mero effetto dell'assegnazione di parte del patrimonio della società scissa a una società beneficiaria. Vanno ribadite, pertanto, anche in questo caso le considerazioni già espresse in generale in ordine alla ricorrenza della *consent solicitation*

⁴ Ove l'offerta pubblica di acquisto o di scambio è definita come "ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 1, lettere b) e c); non costituisce offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente a oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari".

⁵ Comprensivo della relazione illustrativa degli amministratori all'assemblea, del progetto di scissione, della situazione patrimoniale delle società partecipanti alla scissione, della relazione dello/degli esperto comune/esperti sulla congruità del rapporto di cambio e, per il caso di specie, del documento informativo sulle operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza e del documento informativo previsto dall'art. 70 del Regolamento Emittenti relative alle operazioni significative di fusione, scissione o di aumento di capitale mediante conferimento di beni in natura, secondo lo schema dell'allegato 3B del medesimo Regolamento Emittenti, in un unico documento.

Anche con riferimento alla previsione dell'Opzione Asimmetrica emerge che non sussiste alcuno scambio di titoli. L'operazione di Scissione prevede infatti, quale elemento integrante dell'operazione nel suo complesso, che i soci X diversi dal socio di controllo Z possano esercitare un'opzione in virtù della quale gli stessi (i) non riceverebbero azioni Y e (ii) vedrebbero accrescere proporzionalmente la propria partecipazione in X esclusivamente in misura percentuale rispetto al totale del capitale sociale e senza vedersi assegnare nuove azioni X.

Pertanto, l'eventuale esercizio dell'Opzione asimmetrica da parte degli azionisti di minoranza di X potrebbe incidere, di fatto, solo sul criterio di distribuzione delle azioni Y tra gli originari azionisti di X. Di talché, la previsione di tale opzione – si ribadisce, elemento integrante dell'operazione nel suo complesso - non cambia la natura dell'operazione in esame: l'opzione in parola costituisce semplicemente uno degli elementi decisionali dell'operazione medesima su cui, al pari degli altri elementi decisionali dell'operazione come, ad esempio, il diritto di recesso e il diritto di vendita, dovrà essere garantita un'ampia informativa sia nella documentazione pre-assembleare che in quella prevista dalla disciplina delle operazioni con parti correlate in base alle norme applicabili in materia.

4. Conclusioni

In considerazione di quanto sopra messo in rilievo, la Scissione, in tutte le sue componenti, non rientra nell'ambito di applicazione della disciplina in materia di offerta di sottoscrizione e della disciplina in materia di offerta di scambio.

Fermo quanto considerato, si pone in evidenza la necessità che gli azionisti chiamati a decidere sulla complessa operazione di Scissione dispongano di un *set* informativo adeguato per l'esercizio consapevole del voto in Assemblea. A tal riguardo, si richiama l'attenzione sulla scrupolosa osservanza delle applicabili disposizioni in materia di informativa a servizio dei soci.

Resta, infine, inteso che ogni ulteriore elemento informativo, modifica, integrazione che dovesse intervenire nell'esecuzione della Scissione, rispetto a quanto rappresentato nel Quesito, dovrà essere reso nota alla Scrivente per eventuali ulteriori valutazioni.

IL PRESIDENTE
Paolo Savona