

**Comunicazione n. 0064164 del 31-7-2014**

Oggetto: **Risposta a richiesta di parere**

***1. L'operazione rappresentata e le valutazioni del Richiedente***

Con nota del 3 luglio 2014, Manifatture Lane Gaetano Marzotto & Figli S.p.A. ("Marzotto" o "il Richiedente") ha rappresentato un'articolata operazione di riassetto della struttura del gruppo Marzotto, a esito della quale andrebbe a mutare il controllo della partecipazione in Ratti S.p.A., società quotata sul MTA ("Ratti").

Marzotto detiene al momento il 33,36% delle azioni con diritto di voto in Ratti ed è legata a Faber Five s.r.l. ("Faber") – titolare anch'essa di un'identica partecipazione nella quotata – da un patto parasociale rilevante ai sensi degli artt. 122 e ss. del Tuf, avente ad oggetto complessivamente il 66,72% delle azioni Ratti e destinato ad essere mantenuto in essere fino alla sua naturale scadenza (marzo 2016).

Marzotto è controllata al 100% da Wizard s.r.l. ("WIZ"), che a sua volta lo è da Manifatture Internazionali S.p.A. ("MI") con il 57,27% del capitale sociale. Detengono partecipazioni in WIZ anche Simon Fiduciaria S.p.A. ("Simon") e Trenora s.r.l. ("TRN"), rispettivamente pari all'11,41% e al 31,32% del capitale sociale. TRN è partecipata, al momento, da Faber e da Vittorio Marzotto nella misura del 66,67% e del 33,33% del suo capitale sociale.

MI è controllata di diritto dal dott. Andra Donà delle Rose, il quale dispone della maggioranza assoluta dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria, ma non in quella straordinaria, essendo contestualmente presenti nel capitale sociale di MI azioni ordinarie e privilegiate, queste ultime con diritto di voto solo in assemblea straordinaria.

L'operazione prospettata contempla i seguenti passaggi: i) cessione a TRN, da parte di MI, di una quota di WIZ pari al 28,5% (ovvero del 20,88% nel caso in cui Simon esercitasse pro quota il proprio diritto di prelazione in WIZ, ai sensi delle relative disposizioni statutarie); ii) aumento di capitale in denaro di TRN riservato a MI che, a seguito della sua sottoscrizione, verrà a detenere una partecipazione del 41,30%, identica a quella di Faber in conseguenza dell'effettuo diluitivo dell'operazione (anche in questo caso la partecipazione potrebbe essere diversa – nell'ordine del 40,00% – per via della prelazione esercitata da Simon). Gli importi ipotizzati per la sottoscrizione dell'aumento di capitale riservato a MI – a seconda dell'esercizio o meno della prelazione – equivalgono al prezzo della cessione della partecipazione in Wizard che verrà corrisposto da TRN a MI. L'operazione è preordinata a consentire l'ingresso, nell'assetto proprietario del gruppo Marzotto, di Faber con il quale è già in corso un consolidato rapporto nell'azionariato di Ratti.

L'ingresso è funzionale a garantire al gruppo maggiore stabilità e continuità nell'assetto proprietario, anche in vista di un maggiore recupero di liquidità ed efficienza imprenditoriale per favorirne la ripresa economica.

Ad esito della cessione *sub i)*, MI (e, a monte, il dott. Andrea Donà delle Rose), perderebbe, a favore di TRN, il controllo di diritto di WIZ e, quindi, di Marzotto che detiene il 33,36% della quotata Ratti. In conseguenza dell'aumento di capitale *sub ii)*, l'assetto proprietario di TRN risulterebbe così modificato: MI (40%/41,3%); Faber (40%/41,3%); Vittorio Marzotto (17,4%/20%); Andrea Donà delle Rose (1 quota con valore nominale di 0,60 euro); Antonio Favrin

(1 quota con valore nominale di 0,60 euro).

Per quanto riguarda il controllo di TRN, il Richiedente ha rappresentato che il mutamento dell'assetto proprietario della società non sarà accompagnato dalla stipulazione di un patto parasociale tra MI, Faber e Vittorio Marzotto e che, in forza delle norme statutarie, le decisioni riconducibili alla competenza dell'assemblea di TRN possono essere prese solo con il voto concorrente di almeno due dei tre soci per via delle elevate maggioranze ivi richieste.

\*\*\*

A parere del Richiedente, la complessiva operazione di riassetto del gruppo Marzotto non determina, a carico di TRN, il sorgere di un obbligo di Opa sulle azioni Ratti ai sensi degli artt. 106, comma 3, lett. a) del Tuf e 45 del RE.

Con riferimento all'acquisto del controllo indiretto di Marzotto da parte di TRN (determinatosi per la cessione delle quote di WIZ da parte di MI), non sembrerebbe ricorrere l'ipotesi di acquisto indiretto ai fini del lancio di un'Opa, come previsto dall'art. 45 del Regolamento Emittenti. Ai sensi della disposizione regolamentare, occorre infatti che l'acquisto indiretto sia valutato mediante il ricorso al criterio di prevalenza.

In particolare, si ha partecipazione indiretta, rilevante ai sensi del comma 1 dell'art. 45 del RE, *quando il patrimonio della società di cui si detengono i titoli è costituito in prevalenza da partecipazioni in società quotate o in società che detengono in misura prevalente partecipazioni in società quotate*"; mentre si ha prevalenza quando ricorra almeno una delle condizioni seguenti: *"a) il valore contabile delle partecipazioni rappresenta più di un terzo dell'attivo patrimoniale ed è superiore ad ogni altra immobilizzazione iscritta nel bilancio della società partecipante; b) il valore attribuito alle partecipazioni rappresenta più di un terzo e costituisce la componente principale del prezzo di acquisto dei titoli della società partecipante"*.

Secondo il Richiedente, la partecipazione in Ratti detenuta da Marzotto (a sua volta controllata da TRN) non rivestirebbe il carattere della prevalenza alla luce delle predette condizioni.

Con riferimento al criterio indicato *sub a)* – **condizione di prevalenza cd. oggettiva** – il valore contabile della partecipazione nella quotata, secondo i dati del Bilancio di Esercizio di Marzotto al 31 dicembre 2013, è pari a euro 10,402 mln. e, come tale, è inferiore al terzo dell'attivo patrimoniale (euro 320,862 mln.), in presenza di altre immobilizzazioni di valore individuale superiore (tra cui, Marzotto Textile N.V. [euro 34,897 mln]; Biella Manifatture Tessili S.p.A. [euro 14,879 mln]; Linificio e Canapificio Nazionale S.p.A. [euro 36,315 mln]).

Quanto al secondo criterio – **condizione di prevalenza cd. valutativa** – il Richiedente, in considerazione della sua natura di *holding* industriale con separazione settoriale delle diverse aree di *business*, ha svolto, con l'ausilio di un consulente indipendente (Pricewaterhouse Coopers, "PWC"), alcune considerazioni tecnico-valutative volte ad attribuire un valore di riferimento ai settori in cui opera Marzotto, alla luce dei dati di bilancio (civilistico e consolidato) al 31 dicembre 2013 e del Piano 2014-2015.

In particolare, il Richiedente ha proceduto a:

a) determinare il valore del patrimonio netto corrente di Marzotto (quale partecipante diretta nella quotata Ratti) nella misura di almeno euro 153,5 mln (tale valore è stato ricavato sulla base di

metodologie analitiche – DCF e Misto) a partire da quello di euro 165 mln. Adottato dal CdA di Marzotto il 18 novembre 2013 ai fini della determinazione del valore di sottoscrizione delle azioni dell'allora ipotizzato aumento di capitale di Marzotto, il quale non è stata poi effettuato);

b) determinare il valore corrente delle attività di Marzotto al lordo dell'indebitamento complessivo nella misura di almeno euro 246,1 mln., risultante dalla somma del valore del patrimonio netto di cui alla lettera a) e dell'indebitamento netto pari a euro 92,6 mln.;

c) determinare, sulla base della media dei prezzi di borsa (media ponderata per i volumi), il valore corrente della partecipazione nella quotata Ratti in euro 21,2 mln. Considerando, altresì, la scarsa significatività degli scambi sul titolo in oggetto, il Richiedente, in via alternativa, ha determinato il valore della partecipazione in euro 50,3 – 55,4 mln., in ragione del patrimonio netto corrente (*equity value*) e sulla base dell'applicazione di alcune metodologie analitiche quali il metodo misto patrimoniale-reddituale e il metodo DCF.

Inoltre, nonostante la partecipazione in Ratti detenuta da Marzotto non attribuisca ad essa il controllo della quotata e non debba quindi computarsi alcun premio di maggioranza a favore di Marzotto, quest'ultima ha comunque proceduto a calcolarne il valore applicando una percentuale del 15%, secondo quanto indicato nelle Comunicazioni Consob n. DCG/DIE/CL/12061168 del 20 luglio 2012, punto 1 e n. DIS/99012964 del 24 febbraio 1999, n. 3 (nell'analisi sono stati altresì utilizzati, in via prudenziale, premi di controllo nell'ordine del 20% e del 30% a scopo di verifica delle valutazioni complessivamente svolte);

d) confrontare il valore della partecipazione come calcolato al punto c) nelle sue diverse quantificazioni (media dei prezzi di borsa, con e senza premio di maggioranza, ovvero patrimonio netto corrente, con e senza premio di maggioranza) con il valore di cui al punto b).

Da tale confronto il Richiedente ha dedotto che in nessun caso *“il valore attribuito alle partecipazioni”* in Ratti *“rappresenta più di un terzo ... del prezzo di acquisto dei titoli della società partecipante”*.

Mancherebbe, infine, anche l'ulteriore condizione di cui alla lett. b) dell'art. 45, comma 3 del RE (*“... e costituisce la componente principale del prezzo di acquisto dei titoli della società partecipante”*) dal momento che, sulla base dei criteri enunciati e della segmentazione in settori di attività di Marzotto, il confronto tra il valore della partecipazione in Ratti – diversamente quantificato a seconda del metodo utilizzato – e i valori degli altri segmenti (Tessuti, Filati Lanieri, Seta, Holding) porta ad individuare quale settore più importante quello dei Tessuti (con un valore stimato tra un minimo di euro 135,2 mln. e un massimo di euro 174,4 mln. a seconda del diverso criterio di calcolo utilizzato).

Alla luce delle considerazioni sopra riportate, Marzotto ritiene, quindi, che non ricorra la condizione di prevalenza cd. valutativa di cui all'art. 45, comma 3, lett. b) del RE, determinante ai fini del sorgere di un obbligo di Opa a carico di TRN, ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. a) del Tuf.

\*\*\*

Il Richiedente si è soffermato, altresì, sulla posizione di Faber, detentore di una partecipazione in Ratti pari al 33,36%, per fugare ogni ipotesi di obbligo di Opa a suo carico, ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. b) e dell'art. 46 del RE. Al momento Faber detiene il 66,67% del capitale di TRN la quale, tuttavia, non controlla WIZ non essendo ancora stata ceduta a TRN una parte delle relative quote. In tale circostanza Faber non avrebbe il controllo di una società non quotata che partecipa in misura prevalente in una società quotata.

Intervenuta la cessione delle quote di WIZ, TRN acquisirà il controllo di diritto di Marzotto. Tuttavia, il contestuale aumento di capitale in TRN comporterà una diluizione della partecipazione di Faber in TRN a fronte di una identica partecipazione acquisita da MI, avendo quest'ultima sottoscritto l'aumento di capitale in denaro ad essa riservato. A quel punto, considerati i *quorum* deliberativi statutari di TRN, Faber perderà il controllo e nessuno dei predetti soci acquisirà il controllo di TRN.

Né il Richiedente ritiene possibile considerare una ipotesi di co-controllo in TRN da imputare congiuntamente a MI e Faber, essendo rilevante in questa sede esclusivamente una nozione di controllo solitario, considerando il tenore dell'art. 93 del Tuf (e l'interpretazione fornita da Consob nella Comunicazione n. DM/99030771 del 22 aprile 1999) e dell'art. 2359 c.c. nella sua prevalente interpretazione dottrina.

Infine, secondo il Richiedente *“in ogni caso, è assorbente la considerazione che, anche rispetto a Faber, la partecipazione di Marzotto in Ratti non costituisce una partecipazione prevalente ai sensi degli artt. 45 e 46 del Regolamento Emittenti, in ragione delle caratteristiche quantitative della partecipazione Ratti”*.

## **2. Considerazioni**

L'operazione prospettata deve essere esaminata alla luce della fattispecie dell'acquisto indiretto, come previsto dagli artt. 106, comma 3, lett. a) e b) del Tuf, 45 e 46 del RE, e dell'obbligo di Opa che potrebbe sorgere a carico dell'acquirente.

Il suo perfezionamento comporterebbe il mutamento del controllo della società non quotata WIZ che indirettamente detiene una partecipazione nella quotata Ratti; tale mutamento si realizzerebbe attraverso l'acquisto di una partecipazione in WIZ da parte di TRN, alla quale sarà imputato il controllo (prima riconducibile ad Andrea Donà delle Rose), non essendo configurabile a monte della stessa TRN un controllo individuale ai sensi dell'art. 93 del Tuf, né esistendo un patto tra i suoi soci, rilevante ai sensi dell'art. 122 del Tuf.

L'art. 45 del RE, dando attuazione all'art. 106, comma 3, lett. a) del Tuf, dispone che l'obbligo di Opa sorge nel caso di acquisto – anche di concerto – di una partecipazione che consente di detenere 1) più del trenta per cento dei titoli di una società quotata, ovvero, 2) il controllo di una società non quotata, quando l'acquirente venga così a detenere indirettamente, o per effetto delle somme delle partecipazioni dirette e indirette, più del trenta per cento dei titoli di una società quotata.

La fattispecie in esame deve essere inquadrata nell'ipotesi 2) e, in relazione ad essa, deve essere apprezzato il concetto di *“partecipazione indiretta”* specificato ai commi 2 e 3 dell'art. 45 RE. In particolare, il comma 2 dispone che *“[s]i ha partecipazione indiretta, ai sensi del comma 1, quando il patrimonio della società di cui si detengono i titoli è costituito in prevalenza da partecipazioni in società quotate o in società che detengono in misura prevalente partecipazioni in società quotate”*. Quanto al concetto di prevalenza, si ritiene che essa *“ricorra almeno in una delle condizioni seguenti: a) il valore contabile delle partecipazioni rappresenta più di un terzo dell'attivo patrimoniale ed è superiore ad ogni altra immobilizzazione iscritta nel bilancio della società partecipante; b) il valore attribuito alle partecipazioni rappresenta più di un terzo e costituisce la componente principale del prezzo di acquisto dei titoli della società partecipante”*.

L'ipotesi *sub a*), chiamata anche condizione di prevalenza cd. oggettiva non dà adito a dubbi applicativi, essendo facilmente verificabile. Per quanto rappresentato dal Richiedente, e come confermato dalla verifica effettuata sul Bilancio di Esercizio di Marzotto al 31.12.2013, la predetta condizione non risulta integrata, essendo il valore contabile della partecipazione nella quotata Ratti inferiore al terzo dell'attivo patrimoniale di Marzotto (euro 10,402 mln su euro 320,862 mln), in presenza di altre immobilizzazioni di valore individuale superiore.

L'ipotesi *sub b*), condizione di prevalenza cd. valutativa, ha invece presentato alcuni dubbi in merito alla sua reale applicabilità, determinando un conseguente intervento interpretativo della Commissione nel 1999 (Comunicazione DIS/99012964 del 24 febbraio 1999) e, più di recente nel 2012 (Comunicazione DCG/DIE/CL/12061168 del 20 luglio 2012). In particolare, la Commissione, considerato il riferimento della disposizione regolamentare alla valorizzazione che le parti farebbero delle partecipazioni trasferite e ritenendo che le modalità di valorizzazione della partecipazione possano non emergere esplicitamente dalla documentazione e dagli atti che ne accompagnano il trasferimento, suggerisce di procedere al calcolo per via induttiva, articolandolo nelle seguenti fasi:

*a*) determinazione del valore di patrimonio netto corrente (*equity*) attribuibile alla società partecipante diretta nella quotata, applicando alle sue azioni ordinarie il prezzo di acquisto implicito nell'operazione di acquisizione della partecipazione di controllo nella società immediatamente sovraordinata all'interno della catena partecipativa;

*b*) determinazione del valore corrente delle attività della società partecipante diretta nella quotata al lordo dell'indebitamento complessivo (*enterprise value*), sommando l'indebitamento netto al valore dell'*equity* calcolato secondo il punto a);

*c*) determinazione del valore corrente dell'investimento nella quotata utilizzando i prezzi medi di mercato incrementati, per le azioni ordinarie che attribuiscono il controllo indiretto, di un congruo premio di maggioranza;

*d*) confronto del valore corrente della partecipazione nella quotata, calcolata secondo quanto stabilito al punto c), con l'*enterprise value* della società partecipante diretta della quotata, calcolato ai sensi del punto b), che costituisce il prezzo di acquisto dei titoli della società partecipante.

Con riferimento al punto a), dall'esame del Documento predisposto da PWC risulta che l'Equity Value di Marzotto è stato determinato in euro 153,5 mln., a partire dal valore di sottoscrizione delle azioni dell'aumento di capitale di Marzotto ipotizzato dal CdA della società nel mese di novembre 2013 (euro 165 mln.), mediante l'utilizzo di metodologie analitiche (DCF e metodo misto) comunemente adottate nella prassi aziendalistica.

Si evidenzia che tale metodo di determinazione dell'Equity Value non appare in linea con quanto prescritto dalla Comunicazione Consob n. DCG/DIE/CL/12061168 del 20 luglio 2012, la quale chiede di tener conto, nell'effettuazione di detto calcolo, del "prezzo" corrisposto per l'acquisizione della partecipazione di controllo nella controllante della società che partecipa direttamente nel capitale della quotata. Nel caso di specie tale prezzo corrisponde al prezzo di cessione della partecipazione in WIZ da MI a TRN, e che equivale agli importi ipotizzati per la sottoscrizione dell'aumento di capitale di TRN, riservato a MI. Tale prezzo andrebbe poi applicato alle azioni Marzotto.

Al riguardo, il calcolo effettuato secondo tale criterio porta ad individuare un Equity Value pari a circa 167 milioni di euro, che sommato all'indebitamento netto di Marzotto al 31.12.2013 (euro 92,6 mln.), restituisce un Enterprise Value di circa 259,6 milioni di euro (a fronte di quello calcolato da PWC, pari a 246,1 milioni di euro).

Detto valore non inficia, tuttavia, le conclusioni a cui è pervenuto il Richiedente, ovvero, pur applicando il metodo da questi proposto, il valore corrente della partecipazione nella quotata risulta sempre inferiore a un terzo dell'Enterprise Value di Marzotto e non costituisce la componente principale del prezzo di acquisto dei titoli della società partecipante.

Di conseguenza non ricorrendo le condizioni di prevalenza oggettiva e valutativa che vanno a qualificare la definizione di partecipazione indiretta di cui all'art. 45 del RE, si ritiene di escludere, ad esito dell'operazione, il sorgere di un obbligo di Opa a carico di TRN, ai sensi dell'art. 106, comma 3 lett. a). Si ritengono, inoltre, corrette, anche alla luce delle disposizioni statutarie di TRN, le conclusioni raggiunte dal Richiedente in merito alla mancanza di un socio cui imputare il controllo della stessa TRN.

\*\*\*

Infine, con riferimento alla posizione di Faber, oggetto di valutazione da parte del Richiedente, si ritiene assente un obbligo di Opa anche in capo a Faber, ai sensi degli artt. 106, comma 3, lett. b) del Tuf e 46 del RE, considerando che:

- il controllo attualmente esercitato da Faber su TRN non si estende a WIZ che detiene indirettamente la partecipazione in Ratti;
- per effetto di due operazioni inscindibilmente legate e immediatamente eseguite TRN acquisterà il controllo di WIZ e Faber scenderà dal 66,67% al 41,30% (ovvero al 40% nel caso di esercizio della prelazione da parte di Simon) del capitale sociale di TRN, dato l'aumento di capitale in denaro riservato a MI, perdendo il controllo di diritto di TRN stessa.

Pertanto, non controllando TRN, non si avrebbe a carico di Faber alcun obbligo di Opa derivante da un incremento della partecipazione in Ratti superiore al cinque per cento, in conseguenza di un acquisto anche indiretto, rilevante ai sensi dell'art. 46 del RE.

In ogni caso appare dirimente, ai fini dell'esclusione di un obbligo di OPA in capo a Faber, la constatata assenza di prevalenza oggettiva e valutativa della partecipazione in Ratti detenuta da Marzotto, di cui all'art. 45 del RE, come richiamato dall'art. 46 del medesimo regolamento.

\*\*\*

Sulla base delle considerazioni sopra svolte si ritiene, quindi, che l'operazione complessivamente prospettata nella nota del 3 luglio 2014, non rientri nella fattispecie di cui all'art. 106, comma 3, lett. a) e b) del Tuf e agli artt. 45 e 46 del Regolamento Emittenti.

IL PRESIDENTE  
*Giuseppe Vegas*