

Comunicazione n. DEM/2056128 del 7-8-2002

inviata allo studio legale ..., società ... e società ...

Oggetto: Quesito concernente l'applicabilità della disciplina dell'OPA obbligatoria

Si fa riferimento alla nota inviata in data ... con la quale codesto Studio Legale, anche per conto delle società interessate, ha richiesto un parere della Commissione in ordine all'eventuale applicabilità della disciplina dell'OPA obbligatoria di cui al D.lgs. n. 58/98 (di seguito Tuf) ad un'operazione di fusione per incorporazione della società [...X...] nella società [...Y...].

Nel quesito si evidenzia che le suddette società, entrambe quotate al Mercato Telematico Azionario, sono attualmente controllate, indirettamente, dal Sig. [...Z...]. In particolare, la prima, è controllata di fatto, indirettamente tramite [...A...] con una partecipazione pari a circa il 41,1% del capitale, mentre la seconda è controllata di diritto, con una partecipazione complessivamente pari a circa il 73,2% del capitale, indirettamente tramite [...B...] e la medesima [...X...].

Per effetto della fusione - tenuto conto dei rapporti di cambio approvati - la società [...Y...] riveniente avrà circa il 16% del capitale in azioni proprie (corrispondenti alle azioni [...Y...] che erano detenute da [...X...] nella misura del 26,6%) e il Sig. [...Z...] deterrà una partecipazione complessiva pari a circa il 45% del capitale della stessa (corrispondente a circa il 53,3% del capitale con diritto di voto - considerando le azioni proprie) indirettamente tramite [...B...] e [...A...].

Pertanto a seguito della fusione prospettata il Sig. [...Z...] continuerà a detenere, indirettamente tramite [...A...] e [...B...], la maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria (tenuto conto delle azioni proprie) sulla società riveniente dalla fusione.

1. Secondo codesto Studio Legale la descritta fusione non comporta obbligo di OPA né sulle azioni [...Y...] né sulle azioni [...X...].

1.1. Con riferimento a [...Y...], tale considerazione è basata sulla circostanza che, allo stato attuale, si può affermare che il sig. [...Z...] e le società da questo controllate possono essere ritenuti soggetti detentori di concerto, ai sensi dell'art. 109, comma 1, lett. b) del Tuf, del 73,2% di [...Y...].

Considerato che, a seguito della fusione la partecipazione complessivamente detenuta da tali soggetti non aumenta ma diminuisce, in quanto il sig. [...Z...], "di concerto" con le sue controllate, verrà a detenere circa il 53% del capitale con diritto di voto di [...Y...], secondo codesto Studio Legale, non si verifica, a seguito dell'operazione prospettata, alcun superamento delle soglie di cui all'art. 106 del Tuf.

Inoltre si ipotizza che, anche volendo considerare singolarmente gli "acquisti" o gli "incrementi" effettuati dai soli soggetti che saranno direttamente soci di [...Y...]([...A...] e [...B...]), neppure tali "acquisti" o "incrementi" determinano un obbligo di OPA.

Invero, a seguito della fusione, [...A...]"acquista" una partecipazione diretta pari a circa il 19% del capitale con diritto di voto di [...Y...] e [...B...]"diminuisce" la propria partecipazione dal 46,6% a circa il 34% del capitale con diritto di voto di [...Y...]. Tuttavia, [...A...] e [...B...] sono "società sottoposte a comune controllo" (art. 109, 1 comma, lett. c), Tuf), e dunque considerate agenti di concerto, talché potrebbe ritenersi che [...B...]- di concerto con [...A...] e per effetto dell'"acquisto" da parte di quest'ultima di azioni [...Y...]- venga a detenere una partecipazione con diritto di voto in [...Y...] pari a circa il 53% (pari alla somma di 34% e 19%), incrementando di oltre il 3% la percentuale di azioni con diritto di voto in [...Y...] pari originariamente al 46,6%.

Tuttavia codesto Studio ritiene che detto incremento si verifica nell'ambito di una operazione unitaria di riassetto partecipativo che non determina alcun mutamento dell'assetto di controllo di [...Y...].

1.2. Avendo riguardo a [...X...], viene sottolineato che per effetto della fusione, il patrimonio sociale di [...X...] si "confonderà" con il patrimonio di [...Y...], assoggettandosi alla proprietà di una compagine azionaria differente rispetto all'attuale compagine azionaria di [...X...]. Tale circostanza potrebbe rilevare ai fini dell'applicazione della normativa vigente in materia di OPA obbligatoria, in quanto si verificherebbe un passaggio da un controllo di fatto (esercitato dal Sig. [...Z...] sulla [...X...] ante fusione) a un controllo di diritto (esercitato, sempre dallo stesso Sig. [...Z...], sulla [...Y...] post fusione) non sufficientemente diluito nel tempo (obbligo di OPA da consolidamento). Tuttavia, secondo codesto Studio Legale, tale obbligo sarebbe escluso per due ordini di motivi.

In primo luogo, nella fusione non si realizzano acquisti "discriminatori" di azioni della società incorporata, e pertanto non ricorre la *ratio* sottesa alla disciplina dell'OPA, ossia "quella di garantire agli azionisti di minoranza le medesime opportunità economiche di un venditore che approfitti della propria posizione di controllo". Ciò in quanto i diritti degli azionisti dell'incorporata sono già adeguatamente tutelati dalle norme che regolano il procedimento di fusione, e che assicurano una piena parità di trattamento tra gli azionisti.

In secondo luogo, i titoli dell'incorporata, essendo destinati all'annullamento, non possono essere neppure teoricamente oggetto di un'OPA obbligatoria: anche a voler ipotizzare un obbligo di OPA, invero, mancherebbero i titoli oggetto dell'offerta stessa.

A supporto di tale interpretazione lo Studio Legale cita, tra l'altro, una pronuncia della Consob in materia di OPA e fusione adottata in vigenza della legge n. 149/92, l'analisi comparatistica della disciplina francese in merito e alcuni Autori che si sono pronunciati sul punto in dottrina.

Stante tale interpretazione, non è neppure teoricamente ipotizzabile la sussistenza di un obbligo di promuovere un'OPA sulle azioni [...X...].

2. In ogni caso, secondo lo Studio Legale, la fusione è esentabile in base al combinato disposto dell'art. 106, comma 5 del Tuf e dell'art. 49, lett. f), del Regolamento Emittenti. Infatti quest'ultimo dispone che "L'acquisto non comporta l'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 del Testo Unico se... è conseguente ad un'operazione di fusione o scissione approvate, in base ad effettive e motivate esigenze industriali, con delibera assembleare della società le cui azioni dovrebbero altrimenti essere oggetto di offerta". Ciò in quanto l'operazione prospettata, oltre ad essere approvata dalle assemblee di entrambe le società quotate, è sorretta da molteplici motivazioni di carattere strategico e gestionale, che si sostanziano, tra l'altro, nella razionalizzazione dell'attività delle due società partecipanti, al fine di ridurre duplicazioni e sovrapposizioni funzionali, con realizzazione di sinergie e creazione di un portafoglio di attività immobiliari equilibrato, combinando attività di sviluppo con quelle di gestione a reddito.

La fusione, in altre parole, viene approvata dalle assemblee delle società interessate in base alle "effettive e motivate esigenze industriali" richieste dal Regolamento Consob 11971/1999.

3. Sulla base degli elementi rappresentati, questa Commissione, per i motivi di seguito evidenziati, ritiene di poter concordare con quanto affermato nel quesito in oggetto.

Al riguardo occorre esaminare la rilevanza dell'operazione prospettata come presupposto per l'applicabilità della disciplina dell'OPA obbligatoria separatamente con riferimento alle conseguenze della stessa sull'incorporante e sull'incorporata.

3.1. Con riferimento all'incorporante [...Y...] si evidenzia che, come rappresentato da codesto Studio, allo stato attuale, il Sig. [...Z...] detiene, indirettamente tramite due società ([...X...] e [...B...]) controllate, rispettivamente, di fatto e di diritto, il 73,2% del capitale di [...Y...].

A seguito dell'operazione di fusione la partecipazione indirettamente detenuta dal Sig. [...Z...], tramite [...A...] e [...B...], entrambe controllate di diritto, ammonta al 45% del capitale sociale. Tuttavia, al fine del calcolo dei diritti di voto effettivamente esercitabili in assemblea ordinaria, occorre tenere presente che la società incorporante, riveniente dalla fusione, avrà circa il 16% di azioni proprie, che corrispondono alla partecipazione che [...X...](l'incorporata) deteneva nel capitale dell'incorporante. Conseguentemente, occorre riportare la partecipazione al capitale sociale scomputato dalle azioni proprie (per le quali il diritto di voto è sospeso ex art. 2357 ter, comma 2, c.c.); applicando tale calcolo risulta che il Sig. [...Z...] deterrà, ad esito della fusione, indirettamente il 53% circa dei diritti di voto dell'incorporante.

Pertanto il Sig. [...Z...] e le società dallo stesso controllate, considerati, ai fini dell'applicabilità della normativa OPA, soggetti considerati di concerto dall'art. 109, comma 1, lett. b) del Tuf, detengono, antecedentemente e successivamente all'operazione prospettata, una partecipazione superiore al 50% dei diritti di voto dell'incorporante.

Da ciò consegue che al momento dell'efficacia dell'operazione di fusione il Sig. [...Z...] non avrà superato alcuna soglia rilevante, ai fini dell'applicabilità della disciplina dell'OPA obbligatoria, nell'incorporante; la partecipazione dallo stesso detenuta, al contrario, si diluirà per effetto della fusione dal 73,2% al 53% circa del capitale con diritto di voto.

Anche successivamente, quando le azioni proprie dovranno essere cedute ai sensi dell'art. 2357 bis, comma 2, c. c. la partecipazione detenuta dal Sig. [...Z...] non incrementerà ma si ridurrà ulteriormente.

Si può pertanto concludere che, con riguardo all'incorporante, l'operazione prospettata non integri alcuna delle fattispecie previste dall'art. 106 del Tuf in quanto non viene superata alcuna soglia rilevante.

Non si ritiene, inoltre, di poter concordare con quanto sostenuto da codesto Studio Legale che ipotizza che l'operazione prospettata potrebbe integrare la fattispecie della cd. "opa da consolidamento" (incremento di oltre il tre per cento in dodici mesi ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. b) del Tuf e dell'art. 46 del Regolamento n. 11971/99) da parte di [...B...] che acquisterebbe "di concerto" con [...A...](in quanto società sottoposte a comune controllo ai sensi dell'art. 109, comma 1, lett. c) del Tuf).

Infatti, non pare corretto sostenere che [...A...]"acquista" una partecipazione diretta pari a circa il 19% del capitale con diritto di voto di [...Y...], poiché *ante* fusione (ai fini della disciplina dell'acquisto di concerto) [...A...] già deteneva indirettamente (ai sensi dell'art. 109, lett. b) tramite la controllata di fatto [...X...] il 26,6% del capitale di [...Y...] che sommato a quello detenuto da [...B...](pari al 46,6%) ex art. 109, comma 1, lett. c), del Tuf, realizza una partecipazione complessiva in [...Y...] pari 73,2%. A seguito della fusione la partecipazione complessiva detenuta dalle due società menzionate si diluisce a circa il 53% del capitale con diritto di voto di [...Y...], senza che si realizzi alcun superamento delle soglie previste dall'art. 106 Tuf.

3.2. Come sopra rappresentato, l'operazione in esame consiste in una fusione per incorporazione di [...X...] in [...Y...], a seguito della quale la società incorporata verrà ad estinguersi.

Occorrerà, pertanto, valutare l'applicabilità della disciplina OPA alla luce di tale particolare circostanza, ossia del fatto che la società, i cui titoli teoricamente dovrebbero essere oggetto di offerta, cessa di esistere.

Il presupposto di applicabilità della disciplina dell'OPA obbligatoria, viceversa, è che esista la società oggetto di OPA; ciò in quanto, la differenza giuridica tra acquisizione di una partecipazione rilevante e fusione per incorporazione è data dal fatto che nel primo caso le società coinvolte continuano ad avere un'esistenza autonoma, pur se una soggetta al controllo dell'altra, e mantengono due patrimoni ben distinti, mentre nel caso di fusione per incorporazione il patrimonio di una confluisce all'interno dell'altra, confondendosi e venendo a costituire un'unica entità giuridica. La giustificazione economica della fusione non può essere, *tout court*, identificata con l'intenzione di acquisire il controllo di una società quotata, mentre, invece, si può sinteticamente identificare nella realizzazione di sinergie industriali e di razionalizzazione.

Nel caso di specie, in linea teorica, potrebbero sussistere i presupposti di applicabilità dell'OPA obbligatoria in quanto l'azionista di minoranza di [...X...]ante fusione partecipava ad una società controllata indirettamente di fatto dal sig. [...Z...], mentre *post* fusione si trova a partecipare ad una nuova entità societaria controllata indirettamente di diritto sempre dal Sig. [...Z...]. Potrebbe, pertanto, ravvisarsi la *ratio* sottesa alla disciplina dell'OPA obbligatoria volta a garantire la posizione degli azionisti minoritari in caso di passaggio da un controllo di fatto a un controllo di diritto non sufficientemente diluito nel tempo (cd. opa da consolidamento).

Tuttavia, come sottolineato dalla dottrina maggioritaria, sotto il profilo della concreta applicabilità della disciplina dell'OPA, in caso di fusione per incorporazione mancherebbe il necessario presupposto, cioè l'esistenza della società i cui titoli devono essere oggetto dell'offerta obbligatoria, per dar corso al relativo procedimento. In altri termini, stante l'inesistenza dei titoli che teoricamente dovrebbero essere oggetto di offerta obbligatoria, la disciplina dell'OPA, nel caso di specie, non risulta applicabile.

Inoltre, l'esame della disciplina francese in materia (*Règlement général du Conseil des Marchés Financiers*), evidenzia come anche in tale ordinamento non sia mai stata effettuata un'offerta pubblica obbligatoria, nell'ambito di una fusione, sui titoli della società incorporata.

In conclusione, tutto quanto sopra considerato, non si ritiene che nell'operazione in esame si verifichino i presupposti per l'applicazione della disciplina dell'offerta pubblica obbligatoria.

4. Stante le considerazioni sopra esposte, non appare pertanto necessario, nel caso di specie, esaminare l'operazione prospettata ai fini dell'eventuale applicabilità dell'esimente di cui all'art. 49, lett. f) del Regolamento n. 11971/99.

IL PRESIDENTE
Luigi Spaventa