CONSOB

Comunicazione n. 0088117 del 4-10-2016

Inviata a: CIR spa – Compagnie Industriali Riunite - Fiat Chrysler Automobiles N.V. - Exor spa - Ital Press Holding spa e agli Studi Legali ….

Oggetto: **Gruppo Editoriale L'Espresso S.p.A. – Quesito in merito all'applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria, di cui agli artt. 105 e ss. del D. Lgs. n. 58 del 1998, ad un operazione di integrazione tra Gruppo Editoriale L'Espresso S.p.A. e Italiana Editrice S.p.A..**

Si fa riferimento alle note trasmesse dagli Studi Legali *[… omissis …]* (gli "Studi Legali") in nome e per conto delle società in indirizzo, in data 7 aprile 2016, 21 giugno 2016 e 3 agosto u.s., con le quali, nel rappresentare modalità e termini dell'operazione (l'"Operazione) volta all'integrazione delle due società editoriali Gruppo Editoriale L'Espresso S.p.A. ("GELE") e Italiana Editrice S.p.A. - ITEDI ("ITEDI"), è stato chiesto alla Commissione di confermare la non applicabilità rispetto alla medesima Operazione della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie di cui agli artt. 105 e ss. del D. Lgs. n. 58 del 1998 ("Tuf").

Si fa altresì riferimento al comunicato stampa congiunto emesso da GELE e ITEDI il 1° agosto 2016, mediante il quale è stata resa nota, fra l'altro, la sottoscrizione da parte delle società interessate dell'accordo quadro sotteso all'Operazione, nonché alla documentazione inviata dagli Studi Legali, ai sensi dell'art. 122 del Tuf, con nota del 3 agosto 2016.

1. Descrizione dell'Operazione e quesito formulato

L'Operazione posta all'attenzione della Commissione, secondo quanto rappresentato nelle note sopra menzionate, nei comunicati stampa e nella documentazione agli atti cui si fa riferimento, è così articolata:

1. sottoscrizione da parte di GELE, ITEDI, Compagnie Industriali Riunite S.p.A. (attuale azionista di controllo di GELE con una partecipazione percentuale pari al 53,58% del capitale, "CIR"), Fiat Chrysler Automobiles N.V. (azionista di maggioranza di ITEDI che ne detiene il 77% del capitale, "FCA"), Ital Press Holding S.p.A. (secondo azionista di ITEDI che ne detiene il restante 23% del capitale, "IPH") e Mercurio S.p.A. (società che detiene il 100% di IPH, "Mercurio") dell'accordo quadro che disciplina termini e modalità di realizzazione dell'Operazione e che prevede anche determinati impegni di natura parasociale assunti dalle parti per la gestione interinale di GELE nel periodo intercorrente tra data di sottoscrizione del suddetto accordo e la data di esecuzione dell'Operazione (l' "Accordo Quadro"); nella medesima data in cui è stato sottoscritto l'Accordo Quadro -30 luglio 2016 - sono stati stipulati e sottoscritti tre ulteriori accordi parasociali (unitamente, le "Pattuizioni Rilevanti"), rilevanti ai sensi dell'art. 122 del Tuf, due dei quali intercorrenti tra CIR e gli attuali soci di ITEDI - FCA e IPH – che diverranno azionisti di GELE ed un terzo intercorrente tra CIR e EXOR S.p.A. ("EXOR"), azionista di riferimento di FCA con una partecipazione pari al 44,27% dei diritti di voto in circolazione;

2. il conferimento dell'intero capitale di ITEDI, attualmente detenuto da FCA e IPH, in GELE mediante la sottoscrizione da parte delle medesime FCA e IPH di un aumento di capitale in natura che verrà deliberato da GELE e che sarà ad esse riservato (l'"Aumento di Capitale");

3. la devoluzione da parte di FCA ai suoi azionisti della partecipazione in GELE ricevuta nell'ambito dell'Aumento di Capitale (la "Separazione"); al momento della Separazione verranno meno le

pattuizioni precedentemente sottoscritte da CIR e FCA ed entrerà in vigore l'accordo parasociale intercorrente tra CIR ed EXOR.

Secondo quanto rappresentato dagli Studi Legali, l'Operazione nelle sue due fasi (Aumento di Capitale e Separazione) comporterà i seguenti effetti nell'azionariato di GELE:

1. ad esito dell'Aumento di Capitale, che, subordinatamente all'avveramento delle condizioni sospensive previste, si dovrebbe realizzare entro il 31 marzo 2017, con possibile proroga fino al 30 giugno 2017:

- CIR subirà l'effetto diluitivo dato dall'Aumento di Capitale e ridurrà la propria partecipazione in GELE al di sotto della soglia del 50% del capitale (attualmente, come detto, CIR detiene il 53,58% del capitale di GELE) sino a circa il 43,4% del medesimo capitale;

- FCA, attuale controllante di ITEDI, diverrà titolare del 14,63% del capitale di GELE;

- IPH, secondo azionista di ITEDI, diverrà titolare di circa il 4,37% del capitale di GELE;

2. ad esito della Separazione:

- FCA uscirà dal capitale di GELE e subentrerà EXOR, attuale azionista di riferimento di FCA, con una partecipazione pari a circa il 4,26% del capitale.

Ai sensi delle Pattuizioni Rilevanti - sottoscritte il 30 luglio 2016 e pubblicate per estratto, ai sensi dell'art. 122 del Tuf il 3 agosto successivo - *inter alia*:

i) FCA avrà la facoltà di nominare un amministratore nel C.d.A. di GELE;

ii) IPH e Mercurio avranno anch'essi la facoltà di nominare un amministratore;

iii) EXOR che diventerà azionista diretto di GELE, in luogo di FCA, nella seconda fase dell'Operazione, avrà la facoltà di nominare un amministratore che sarà individuato nella medesima persona designata *post* Aumento di Capitale da FCA; il patto intercorrente tra CIR ed EXOR, prevede anche una procedura di consultazione preventiva di natura non vincolante sulle decisioni da assumere nell'assemblea di GELE nonché determinati impegni di *lock up* in capo ad EXOR;

iv) CIR, che, fra l'altro, si è impegnata a votare a favore dell'Aumento di Capitale e delle nomine consigliari che verranno proposte da FCA, IPH/Mercurio e EXOR – i cui candidati saranno inclusi nella lista di maggioranza presentata da CIR - continuerà a nominare la maggioranza degli amministratori e, secondo quanto espressamente dichiarato nella documentazione pubblicata e nelle note degli Studi Legali, continuerà ad esercitare su GELE il controllo ai sensi dell'art. 93 del Tuf.

***

A detta degli Studi Legali l'Operazione prospettata e sopra descritta, in sintesi, potrebbe potenzialmente assumere rilevanza ai fini del sorgere di un obbligo di Opa da consolidamento per acquisto di concerto, ai sensi del combinato disposto degli artt. 106, comma 3, lettera b), e 109 del Tuf e dell'art. 46 del Regolamento Consob n. 11971 del 1999 ("Regolamento Emittenti"). Tale obbligo, secondo la ricostruzione fornita, sorgerebbe in capo all'attuale controllante di GELE, CIR, in solido con IPH, Mercurio e FCA – cui poi subentrerà EXOR; ciò in quanto, per effetto della

sottoscrizione delle Pattuizioni Rilevanti: i) "*le partecipazioni acquisite da FCA e da IPH (…...) nonché da EXOR, alla data di efficacia della Separazione, verrebbero computate ai fini della partecipazione complessivamente detenuta da CIR in GELE*"; ii) CIR, che ad esito dell'Aumento di Capitale arriverà a detenere circa il 43,4% del capitale di GELE, "*verrebbe a superare, per effetto di pattuizioni parasociali con soggetti che hanno acquistato più del 5% negli ultimi 12 mesi, il limite previsto dall'art. 106, comma 3, lettera b del TUF*"; conseguentemente, "*l'obbligo di OPA graverebbe solidalmente sui paciscenti ai sensi dell'art. 109 e dell'art. 101 – bis, comma 4 - bis, lett. a) del TUF*".

Ciò nonostante, gli Studi Legali sostengono che a fronte dell'Operazione "*complessivamente considerata*" non si configurerà alcun obbligo di Opa, in quanto CIR, sia ad esito della prima fase – esecuzione dell'Aumento di Capitale – che ad esito della seconda fase – la Separazione – continuerà ad esercitare il controllo su GELE ai sensi dell'art. 93 del Tuf e gli acquisti azionari che verranno effettuati da FCA, IPH e poi da EXOR, pur dando luogo ad un superamento formale della soglia prevista dall'art. 106, comma 3, lettera b), del Tuf, non comporteranno alcuna modifica rilevante degli attuali assetti di controllo di GELE.

2. Considerazioni

L'Operazione prospettata appare potenzialmente rilevante ai fini dell'applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria, in quanto ai sensi e per gli effetti del combinato disposto degli artt. 106 e 109 del Tuf, si configurerà un superamento di soglia rilevante a fronte della sottoscrizione dell'Accordo Quadro e delle Pattuizioni Rilevanti e del contestuale acquisto da parte, prima di FCA e IPH, e, poi da parte di EXOR, di azioni GELE, in conseguenza dell'applicazione dell'art. 109 del Tuf in tema di acquisto di concerto e obbligo di Opa. Nessun soggetto individualmente considerato acquisterà azioni GELE in misura tale da superare alcuna percentuale partecipativa rilevante ai fini Opa.

Come noto, ai sensi dei commi 1 e 2 dell'art. 109 del Tuf "*Sono solidalmente tenuti agli obblighi previsti dagli articoli 106 e 108 le persone che agiscono di concerto quando vengano a detenere, a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle percentuali indicate nei predetti articoli*" ove, in presenza di un patto parasociale, "*gli aderenti siano venuti a detenere una partecipazione complessiva superiore alle predette percentuali nei dodici mesi precedenti la stipulazione del patto*"; in altre parole, in presenza di un acquisto contestuale, o comunque avvenuto in un arco di tempo di 12 mesi rispetto alla conclusione dell'accordo, i paciscenti sono tenuti a promuovere l'offerta, indipendentemente dalla quota acquistata e da quella da ciascuno di essi singolarmente detenuta, qualora essi, unitariamente considerati, "*vengano a detenere*" una partecipazione superiore alle soglie rilevanti di cui agli artt. 106 e 108 del Tuf.

Ai fini del computo del superamento delle soglie Opa, di cui all'art. 106 del Tuf, si dovrà fare riferimento alla quota complessivamente detenuta dai soggetti che agiscono di concerto fra loro, ossia tutti i soggetti che hanno sottoscritto l'Accordo Quadro, dunque *post* Aumento di Capitale la percentuale aggregata sarà pari a circa il 62,4% del capitale, mentre *post* Separazione sarà pari a circa il 52% del capitale.

Gli Studi Legali, nell'individuare il potenziale acquisto di concerto rilevante ai fini Opa, fanno riferimento al superamento della soglia dell'Opa da consolidamento da parte di CIR, che *post* Aumento di Capitale sarà titolare di una partecipazione pari a circa il 43,4% del capitale di GELE e che, per effetto della sottoscrizione delle Pattuizioni Rilevanti e dell'Accordo Quadro con soggetti che acquisteranno più del 5% del capitale di GELE negli ultimi 12 mesi, vedrebbe riaccrescere la propria partecipazione al di sopra della soglia del 50% del capitale. CIR, dunque, secondo la

ricostruzione degli Studi Legali, per effetto di tali acquisti consoliderebbe la partecipazione da circa il 43,4% a circa il 62,4% del capitale per poi, *post* Separazione, ridurre nuovamente la propria partecipazione "concertata" sino a circa il 52% del capitale.

Tale ricostruzione risponde ad un'interpretazione letterale della norma di cui all'art. 106, comma 3, lettera b), del Tuf e dà rilievo alla matematica circostanza del superamento, tramite patto, della soglia del 5% da parte di CIR.

Nel merito, pur rilevandosi che l'Operazione potrebbe, dunque, assumere rilevanza ai fini dell'applicabilità degli artt. 106 e 109 del Tuf, in linea generale anche alla luce dei numerosi precedenti in termini, si ritiene, per le motivazioni di seguito riportate, di poter concordare con le conclusioni cui sono giunti gli Studi Legali in merito all'inesistenza di un obbligo di Opa in capo alle parti coinvolte nell'Operazione.

Tale fattispecie appare assimilabile a numerose operazioni precedentemente analizzate dalla Commissione[1] in relazione alle quali si è delineato nel tempo un orientamento consolidato secondo il quale, ogni qual volta l'acquisto potenzialmente rilevante non comporti nel concreto un mutamento degli assetti di potere della quotata, si ritiene non ricorra la *ratio* stessa dell'Opa obbligatoria, ossia, non configurandosi un cambio di controllo, non si venga a creare l'esigenza di tutelare gli azionisti di minoranza garantendo la possibilità di *exit* e la distribuzione dell'eventuale premio di controllo.

Al fine di rilevare la ricorrenza o meno di modifiche degli assetti di controllo, nei casi in cui l'acquisto si verifichi per effetto della sottoscrizione di uno o più patti parasociali, deve pertanto essere analizzato il concreto contenuto degli accordi, valutando se le clausole in essi contenute siano idonee o meno a modificare la situazione pregressa e, in particolare, se il controllante che riduce la propria partecipazione subisca anche il depotenziamento della partecipazione di maggioranza relativa da esso mantenuta, in ragione di tali accordi, con il passaggio da un controllo individuale a un controllo tramite patto.

Ferma la necessità di valutare ogni singola fattispecie concreta, l'assetto di controllo si considera immutato qualora si verifichi unicamente un passaggio da una situazione di controllo individuale di diritto ad una di controllo individuale di fatto esercitato dal medesimo soggetto, *ante* e *post* operazione, ai sensi dell'art. 93 del Tuf.

Come noto, il controllo di fatto, ai sensi dell'art. 2359, comma 1, numero 2, del codice civile, richiamato dall'art. 93 del Tuf, ricorre quando un soggetto detiene un numero di voti "*sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria*" di una società. Ai fini dell'accertamento del "controllo di fatto", come più volte confermato dalla Commissione, deve essere valutata, caso per caso, la ricorrenza di determinati elementi contingenti – cfr. ex *multis* Comunicazione del 20 ottobre 2015 DCG/0076067 e Delibera n DEM/3074183 del 13 novembre 2003. Come affermato nella sopra citata Delibera del 2003 per individuare una situazione di "controllo di fatto" (che può ricorrere ove "*una partecipazione di per sé minoritaria, nel caso concreto, consente ugualmente di determinare le deliberazioni dell'assemblea ordinaria per la polverizzazione dei possessi azionari e l'assenteismo degli altri soci*"), i parametri generali di riferimento sono: i) l'idoneità della partecipazione azionaria detenuta ad orientare in modo determinante la volontà dell'assemblea ordinaria e ii) la facoltà di nominare e/o revocare la maggioranza degli amministratori.

[1] *Ex multis*, cfr. Comunicazione n. 99061075 del 1999, Comunicazione n. 85385 del 16 novembre 2000, Comunicazione n. 11016918 del 4 marzo 2011, Comunicazione n. 0074531 del 18 settembre 2014.

***

Con riferimento al caso *de quo*, si rileva che dall'analisi delle Pattuizioni Rilevanti, non emerge l'esistenza di alcun particolare potere di veto o di alcun diritto ulteriore rispetto alla facoltà di nomina di un amministratore ciascuno in capo ai soggetti entranti FCA, IPH e poi EXOR. Dalla lettura degli accordi emerge, infatti, che:

- FCA, IPH/Mercurio e poi, al momento della Separazione, EXOR potranno designare solo un amministratore ciascuno nel C.d.A. di GELE – che, attualmente, è composto da 11 membri e che secondo il vigente Statuto può essere composto da un numero di membri intercorrente tra sette e diciannove – e i cui nominativi saranno inclusi nella lista di maggioranza presentata da CIR; inoltre a tali membri non verranno attribuiti poteri speciali o ulteriori rispetto a quelli ordinari;

- la procedura di consultazione pre-assembleare, prevista nel patto intercorrente tra CIR e EXOR ha carattere non vincolante;

- non sono previsti *quorum* assembleari o consiliari rafforzati;

- i soggetti entranti (FCA, IPH e poi EXOR) non avranno alcun particolare potere in merito alle decisioni attinenti la gestione ordinaria della società.

D'altro lato, per quel che riguarda la posizione di CIR *post* Operazione si osserva che essa continuerà:

- a detenere una partecipazione superiore al 30% del capitale di GELE, percentuale che in una società quotata costituisce elemento per presumere, *iuris et de iure*, l'esercizio del controllo, in assenza di altri soci che esercitino il controllo di diritto sul medesimo emittente (art. 106, comma 5, del Tuf e art. 49, comma 1, lett. a), del Regolamento Emittenti);

- a nominare la maggioranza degli amministratori di GELE;

- a poter determinare da sola la volontà assembleare senza essere in alcun modo vincolata alle eventuali decisioni difformi degli altri paciscenti, tenuto conto anche delle percentuali di presenza registrate nelle ultime assemblee di approvazione del bilancio di esercizio dell'Emittente. Pertanto, nel caso di specie, CIR, con la partecipazione di maggioranza relativa di cui rimarrà titolare, potrà continuare ad esercitare il controllo di fatto su GELE ai sensi dell'art. 93 del Tuf, così come specificato nel comunicato stampa del 1° agosto 2016 e negli estratti dei patti pubblicati.

Stante quanto sopra, conformemente a quanto affermato nelle precedenti pronunce della Commissione, si ribadisce che un azionista che già prima di una determinata operazione deteneva il controllo della società *target* e che *post* operazione ne mantenga il controllo senza che la sua posizione di potere venga inficiata dalla riduzione percentuale della partecipazione e dalle pattuizioni parasociali sottoscritte con i soggetti entranti, non debba essere tenuto a promuovere un'Opa sulla medesima società unicamente in forza del matematico superamento della soglia Opa di cui all'art. 106 del Tuf.

Sotto il profilo del superamento da parte di CIR, tramite il medesimo patto, della soglia rilevante ai fini dell'Opa c.d. "incrementale" o "da consolidamento", ai sensi del combinato disposto dell'art. 106, comma 3, lett. b) e 109 del Tuf, è noto che tale fattispecie si caratterizza per la conservazione in capo al medesimo soggetto del controllo sulla società, cosicché il relativo obbligo di offerta deriva

non già da un mutamento sostanziale degli assetti di controllo quanto, piuttosto, da una riduzione della contendibilità della società conseguente all'incremento della partecipazione in capo al soggetto che già detenga una partecipazione superiore alla soglia che determina l'obbligo di Opa in base all'art. 106, commi 1 e 1-*ter*, del Tuf, pur senza vantare il controllo di diritto (si veda in tal senso, ad esempio, la Comunicazione n. DEM/61943 dell' 8 agosto 2000).

Sotto questo profilo, l'operazione in esame si caratterizza tuttavia per la propria unitarietà, dato che la riduzione della partecipazione detenuta dal socio di maggioranza e l'accrescimento della quota di controllo determinato dall'apporto degli altri partecipanti al patto di sindacato appaiono caratterizzati da contestualità non solo temporale, ma anche e soprattutto giuridica, essendo i singoli atti del progetto sottoposto a questa Commissione mere articolazioni di un unico piano organico.

Come già stabilito da questa Commissione in casi analoghi, la suddetta unitarietà esclude che debba attribuirsi rilevanza, ai fini dell'applicazione dell'art. 106, comma 3, lett. b), del Tuf, alle variazioni intermedie poste tra la riduzione e l'immediato incremento della partecipazione rilevante (così la Comunicazione n. DEM/2018528 del 20 marzo 2002, in richiamo della Comunicazione n. DEM/2010342 del 14 febbraio 2002). Ne deriva, pertanto, che l'operazione in esame non determina un obbligo di Opa incrementale.

Stante quanto sopra rappresentato e considerato, si ritiene che l'Operazione, nelle due fasi in cui si articolerà, non comporterà alcun obbligo solidale di Opa in capo a tutti i soggetti agenti di concerto fra loro (CIR, FCA, IPH e Mercurio e, nella seconda fase, CIR, IPH, Mercurio e EXOR), ciò in quanto, sulla base delle informazioni ad oggi disponibili, delle disposizioni parasociali attualmente in vigore e, in particolare della valenza non vincolante della procedura di consultazione pre-assembleare di cui al patto sottoscritto da CIR e EXOR, non emerge alcuna modifica rilevante degli assetti di controllo e di *governance* di GELE in conseguenza dell'Operazione, con riserva di effettuare ogni diversa valutazione qualora l'operazione medesima non venisse concretamente attuata secondo le modalità descritte nelle richiamate note del 7 aprile 2016, 21 giugno 2016 e 3 agosto 2016 e nella documentazione agli atti.

IL PRESIDENTE
Giuseppe Vegas