

Comunicazione n. DIS/99093347 del 22-12-1999

inviata alla banca ... e allo studio legale ...

Oggetto: **Quesiti concernenti l'applicabilità dell'art. 107, comma 3 del Testo Unico ad alcune operazioni di riassetto del Gruppo [...della società A...]**

Si fa riferimento alla nota inviata in data ... dallo ... con la quale, con riferimento all'opa preventiva parziale promossa da codesta società [...società A...] sulle azioni ordinarie e sulle obbligazioni della [...società B...], sono stati sottoposti a questa Commissione alcuni quesiti concernenti l'applicabilità dell' art. 107, comma 3 del d.lgs. n. 58/98 ("Testo Unico") ad alcune operazioni facenti parte del progetto di aggregazione tra [...società A...] e [...società B...].

Più specificatamente, la norma in oggetto prevede che nell'ipotesi di offerta pubblica di acquisto preventiva parziale " *L'offerente è tenuto a promuovere l'offerta pubblica prevista dall'articolo 106 se, nei dodici mesi successivi alla chiusura dell'offerta pubblica preventiva:*

a) l'offerente medesimo o soggetti ad esso legati da uno dei rapporti indicati nell'articolo 109, comma 1, abbiano effettuato acquisti di partecipazioni in misura superiore all'uno per cento, anche con contratti a termine con scadenza successiva;

b) l'assemblea della società emittente abbia deliberato operazioni di fusione o di scissione."

Con riguardo a tale norma si chiede di conoscere l'interpretazione di questa Commissione in merito ai seguenti quesiti:

quesito n. 1) se la lett. (a) della disposizione in questione debba intendersi come riferita esclusivamente agli acquisti di partecipazioni in [...società B...](società "emittente"), eseguiti dall'offerente o da soggetti ad esso collegati, ovvero riguardi anche acquisti di partecipazioni eseguiti da tali soggetti con riferimento a società controllate da [...società B...];

quesito n. 2) se tra i " *soggetti collegati all'offerente*" tramite uno dei rapporti previsti dall'art. 109 del Testo Unico, cui è interdetto l'acquisto di partecipazioni nell'emittente ai sensi della lett. (a) della norma citata, debbano ricomprendersi anche le società controllate da [...società B...], posto che ad esito dell'opa le controllate di [...società B...] sono divenute controllate (indirette) di [...società A...];

quesito n. 3) se rientrino nel campo di applicazione della lett. (b) del terzo comma dell'art. 107 Testo Unico le progettate fusioni in [...società B...] di [...società C...] e di [...società D...];

quesito n. 4) se in generale rientrino nel campo di applicazione della citata lett. (b) del terzo comma dell'art. 107 Testo Unico unicamente le operazioni di fusione o scissione deliberate da [...società B...] in quanto "emittente" ovvero anche le operazioni di tal genere deliberate da società controllate di [...società B...];

quesito n. 5) se in genere rientrino nell'ambito di applicazione del terzo comma dell'art. 107, Testo Unico, operazioni di cessione o conferimento di ramo d'azienda eseguite da [...società B...](in quanto "emittente") ovvero da società da questa controllate; in particolare, sotto quest'ultimo profilo, si chiede se sia operazione colpita dalla norma in questione lo scorporo e conferimento dell'azienda bancaria di [...società B...] in società controllata interamente da [...società B...] medesima;

quesito n. 6) se il termine dei " dodici mesi successivi alla chiusura dell'offerta" debba essere computato a partire dalla chiusura del periodo in cui è possibile aderire all'offerta ovvero dal momento in cui avviene il pagamento e contestuale trasferimento dei titoli oggetto dell'offerta

quesito n. 7) con riferimento alle fusioni e scissioni colpite dall'art. 107, terzo comma, lett. (b), del Testo Unico, si chiede se - considerato che la norma in questione si riferisce alle operazioni " *deliberate dall'assemblea della società emittente*" - possano essere effettuati, prima che siano trascorsi 12 mesi dalla chiusura dell'offerta, adempimenti prodromici alla delibera di fusione da parte dell'assemblea, quali ad esempio la delibera del consiglio di amministrazione che approva il progetto di fusione e gli altri documenti propedeutici, la convocazione dell'assemblea straordinaria, la nomina dell'esperto per la redazione della relazione di cui all'art. 2501-*quinquies* del codice civile, le richieste di autorizzazioni alle competenti autorità di controllo (Banca d'Italia) e i depositi della relativa documentazione presso la sede sociale, la Borsa e la Consob.* * *

1. Con riferimento al **quesito n. 1)** si ritiene, che la limitazione degli acquisti di cui all'art. 107, comma 3, lett. a), durante i dodici mesi successivi all'offerta, si riferisca esclusivamente agli acquisti delle azioni dell'emittente oggetto di opa preventiva parziale ("società *target*") e che, pertanto, non siano soggette alla norma in questione le operazioni di riassetto del Gruppo [... *della società A...*] che realizzino acquisti di partecipazioni da parte di [...*società A...*](o da parte di società ad esso collegate ai sensi dell'art. 109, Testo Unico), non già in [...*società B...*], bensì nelle società controllate da quest'ultima.

Tale interpretazione deriva dalla *ratio* della norma la quale, come già rappresentato nella nota di risposta del 20 maggio 1999 (relativa ad altri quesiti interpretativi dell'art. 107, comma 3, inviati in data ... dallo Studio ... per conto di codesta Società), è costituita dalla finalità di impedire facili elusioni della regola generale dell'opa obbligatoria totalitaria allo scopo di tutelare la parità di trattamento degli azionisti della società *target*, elusioni che si verificherebbero qualora all'offerente fosse consentito, dopo il lancio di un'opa preventiva ex art. 107 del Testo Unico, di rastrellare azioni dell'emittente solo da alcuni soci.

L'offerta preventiva parziale, infatti, a differenza di quella totalitaria, prevista come regola generale del sistema dell'opa obbligatoria, non consente a tutti gli azionisti - che non condividano la modifica dell'assetto di controllo - la dismissione integrale della partecipazione posseduta (" *exit*") ma solo un soddisfacimento *pro-rata*.

Pertanto, se l'offerente successivamente alla conclusione dell'offerta acquistasse altre azioni della società bersaglio da alcuni soci, a prescindere dalla considerazione se il prezzo dell'acquisto sia più o meno alto del prezzo dell'offerta, favorirebbe solo quest'ultimi per il solo fatto che gli stessi non sarebbero costretti a subire le limitazioni del riparto ma potrebbero dismettere integralmente la propria partecipazione. A maggior ragione la norma intende sanzionare i possibili accordi collusivi tra l'offerente e uno o più soci rilevanti (o l'azionista di controllo) con i quali l'offerente, promuovendo un'offerta parziale ad un determinato prezzo, si impegni ad acquistare, alla chiusura dell'opa, le azioni che sono rimaste in possesso dei predetti soggetti ad un prezzo superiore.

In conclusione, la norma di cui all'art. 107, comma 3, lett. a) è una disposizione che, in stretto collegamento con quella di cui all'art. 107, comma 1, lett. a) (che pone come condizione per la promozione di una opa preventiva parziale la circostanza che l'offerente o i soggetti a lui legati dai rapporti di cui all'art. 109 non abbiano effettuato, nei dodici mesi precedenti la comunicazione dell'offerta, acquisti di partecipazioni in misura superiore all'1%), "sanziona" l'offerente che, dopo aver manifestato l'interesse ad acquistare solo la percentuale delle azioni che ha formato oggetto dell'opa preventiva, abbia poi acquistato nei dodici mesi un ulteriore quantitativo delle medesime

azioni (rilevante solo se superiore all'1%), impedendo in tale modo agli azionisti che avevano espresso il proprio consenso all'opa parziale su quella determinata percentuale, di dismettere integralmente la propria partecipazione (*exit*).

Considerata tale *ratio* ne consegue che colpiti dalla "sanzione" dell'opa totalitaria *ex art.* 106 del Testo Unico possono essere solo gli acquisti di partecipazioni nella società *target*, in quanto solo tali acquisti realizzerebbero le predette elusioni con una conseguente violazione della parità di trattamento degli azionisti della stessa.

Inoltre, come rappresentato dallo Studio Legale a sostegno della presente interpretazione, si rileva che la disposizione in commento presenta una formulazione ed una *ratio* del tutto simile alla lett. a) del primo comma dell'art. 107, Testo Unico (concernente gli acquisti di partecipazioni effettuati nei 12 mesi precedenti l'offerta) e che poiché quest'ultima disposizione si deve logicamente ritenere riferita ad acquisti di azioni della sola società *target* conseguentemente anche la norma in esame dovrà essere interpretata in tal senso.

2. Con riferimento al **quesito n. 2**), con il quale si chiede se tra i soggetti collegati all'offerente tramite uno dei rapporti di cui all'art. 109 del Testo Unico, cui è interdetto l'acquisto di partecipazioni nell'emittente, vi siano le società controllate da [...società B...], si ritiene di non concordare con quanto rappresentato nella nota del ...

Secondo codesta Società la soluzione dovrebbe essere negativa in quanto la *ratio* della norma in questione (tutela della parità di trattamento) non risulterebbe frustrata da acquisti eseguiti non dall'offerente direttamente ma dalle società dallo stesso controllate indirettamente tramite l'emittente; ciò anche in quanto all'acquisto di azioni di [...società B...] da parte di sue controllate sarebbe già applicabile la disciplina degli acquisti di azioni della controllante da parte delle controllate contenuta nell'art. 2359 *bis*, che prevede specifici limiti all'acquisto.

Al riguardo, si rappresenta che la norma è inequivocabile nel parificare gli acquisti effettuati dall'offerente con quelli effettuati da società controllate dallo stesso (il rapporto di controllo come detto è uno dei rapporti di colleganza di cui al citato art. 109), e ciò in quanto gli acquisti effettuati da società controllate, essendo indirettamente imputabili all'offerente, produrrebbero gli stessi effetti dell'acquisto effettuato direttamente dall'offerente.

E' altresì indubbio che, a seguito dell'acquisto del controllo della [...società B...], la [...società A...] abbia acquistato indirettamente, ai sensi dell'art. 93 del Testo Unico, il controllo delle società controllate da [...società B...] e che, pertanto, quest'ultime rientrino tra i soggetti collegati all'offerente *ex art.* 109.

Infine, non si ritiene rilevante l'argomentazione secondo la quale all'acquisto di azioni di [...società B...] da parte di sue controllate non sarebbe applicabile la norma in esame in quanto tale operazione sarebbe già soggetta alle limitazioni di cui all'art. 2359 *bis*. Ciò in quanto le citate norme perseguono finalità diverse (la tutela della parità di trattamento, la disposizione di cui all'art. 107, la tutela del capitale sociale da pericoli di annacquamento e la tutela del regolare funzionamento assembleare, l'art. 2359 *bis*) e, pertanto, l'applicazione dell'una non esclude l'applicazione dell'altra.

Ciò posto, si ritiene che qualora la [...società A...], nei dodici mesi successivi all'offerta, dovesse acquistare, anche tramite controllate della [...società B...], azioni della [...società B...] in misura superiore all'1% sarà soggetta all'obbligo di opa totalitaria.

3. Con riferimento al **quesito n. 3)** relativo all'applicabilità della disposizione di cui alla lettera b), comma 3 dell'art. 107 all'operazione d'incorporazione in [...società B...] delle società controllate [...società D...] e di [...società C...] si rappresenta quanto segue.

Il dettato normativo esplicitamente "sanziona" l'offerente a seguito di operazioni di scissione o di fusione deliberate dall'assemblea della società emittente nei dodici mesi successivi all'offerta.

Sembrerebbe, quindi, che qualsiasi operazione di fusione o scissione che coinvolga la società acquisita nei dodici mesi successivi all'offerta parziale comporti per l'offerente l'obbligo di promuovere un'opa totalitaria.

Siffatta interpretazione oltre che sulla lettera della norma si basa sulla considerazione che finalità della disposizione è quella di evitare che, attraverso un'opa preventiva in esenzione, si riesca a raggiungere quella percentuale del capitale necessaria a procedere ad operazioni di riorganizzazione societaria straordinaria che possano recare danno ai piccoli azionisti senza aver dato la possibilità agli stessi di "uscire" dalla società.

Si ritiene, dunque, d'individuare nella norma in commento una presunzione *iuris et iure* "di pericolo di danno" per gli azionisti di minoranza nelle operazioni di fusione o scissioni deliberate dall'emittente nei dodici mesi successivi all'offerta; presunzione dalla quale deriverebbe in capo alla società acquisita un "divieto" generalizzato a deliberare fusioni o scissioni a prescindere da ogni valutazione sull'idoneità di una specifica operazione a danneggiare l'azionariato diffuso.

In conclusione, posto che la disposizione in esame contiene una presunzione "di pericolo di danno" per gli azionisti di minoranza derivante da operazioni di fusione o scissione successive all'opa preventiva parziale e che, pertanto, la stessa prevede un generale "congelamento" di tali operazioni per un periodo di dodici mesi, si ritiene che le fusioni tra la [...società B...] e le citate società controllate, benché già progettate prima della promozione dell'offerta, non possano essere deliberate prima che sia trascorso il predetto periodo.

4. Con riferimento al **quesito n. 4)** si ritiene che le limitazioni relative alle operazioni di fusione e di scissione di cui alla lettera b) della norma in esame si riferiscano solo alle operazioni deliberate dalla [...società B...] e non anche alle operazioni deliberate da società controllate da tale emittente.

Tale interpretazione deriva sia dal dato testuale che esplicitamente fa riferimento ad operazioni di fusione o di scissione deliberate " dall'assemblea della società emittente" sia dalla *ratio* della norma. Come già rappresentato, tale norma è posta a tutela degli azionisti di minoranza dell'emittente oggetto di opa preventiva parziale e in caso di operazioni che non coinvolgono direttamente l'emittente è evidente che non sussistano tali esigenze di tutela.

5. Con riguardo al **quesito n. 5)**, con il quale si chiede se, in via generale, la limitazione di cui alla lettera b), relativa alle operazioni di fusione o scissione, si possa estendere anche alle operazioni di cessioni o di scorpori di rami di azienda, si rappresenta quanto segue.

E' indubbio che la lettera della norma non faccia alcun riferimento alle suddette operazioni, limitandosi a disciplinare le operazioni di fusione o scissione deliberate dall'emittente nei dodici mesi successivi all'offerta.

Pertanto, attenendosi ad un'interpretazione letterale della norma, coerente con l'interpretazione rappresentata con riferimento al quesito n. 3) e fondata, altresì, sulla considerazione che una norma che comporta un obbligo di tal genere per l'offerente debba essere di stretta interpretazione, si ritiene che a tali operazioni non dovrà applicarsi la disposizione di cui all'art. 107, comma 3 lett. b),

fermo restando che tali operazioni potranno essere valutate dalla Consob al fine di individuare i reali obiettivi delle stesse.

6. Riguardo al **quesito n. 6)**, relativo alla data dalla quale far decorrere " *i dodici mesi successivi alla chiusura dell'offerta*" durante i quali sono vigenti le sopra descritte limitazioni, si ritiene, a differenza di quanto sostenuto dallo Studio Legale, che il predetto termine decorra non dalla chiusura del periodo di adesione all'offerta ma dalla data del pagamento del corrispettivo e della girata dei titoli.

Infatti, come già rappresentato, la norma "sanziona" l'offerente con l'obbligo di opa totalitaria anche nell'ipotesi in cui l'assemblea della società emittente abbia deliberato operazioni di fusione e scissione nel citato periodo. Ma perchè tale sanzione abbia un senso occorre che all'offerente sia possibile imputare le delibere dell'assemblea dell'emittente. Tale imputabilità vi potrà essere non al termine del periodo di adesione all'offerta in cui quest'ultima potrebbe ancora non essere efficace ma solo alla data di pagamento dell'offerta. Sarà, infatti, solo da tale data che l'offerente avrà la disponibilità delle azioni apportate all'opa e la titolarità del diritto di voto ad esse connesso.

Si consideri, inoltre, che nelle ipotesi di offerte condizionate (ad es. autorizzazioni *antitrust*) la data del pagamento potrebbe seguire di molti mesi la data di chiusura dell'offerta. Conseguentemente, nell'ipotesi in cui si ritenesse che i dodici mesi decorrano dalla chiusura del periodo di adesione, si potrebbe verificare che entro un periodo molto breve dal pagamento dell'offerta l'offerente possa liberamente acquistare azioni della società acquisita ovvero far deliberare operazioni di fusione o scissione vanificando la funzione della norma in esame.

Del resto una simile interpretazione viene data all'art. 103, commi 2 e 5, del Testo Unico che disciplina l'applicabilità di alcune norme previste dagli artt. 114 e 115 del Testo Unico agli emittenti, agli offerenti, ai soggetti in rapporto di controllo con questi nonché agli intermediari incaricati di raccogliere le adesioni. Tale norma prevede che le disposizioni di cui all'art. 114 si applichino dalla data di pubblicazione del documento d'offerta fino alla chiusura della stessa, mentre le norme di cui all'art. 115, dalla data della comunicazione di cui all'art. 102, comma 1, fino ad un anno dalla chiusura dell'offerta.

Anche in tale caso per chiusura dell'offerta si è intesa la data del pagamento dell'offerta e del contestuale trasferimento dei titoli in quanto tale interpretazione è più conforme alla *ratio* della norma volta ad assicurare la trasparenza delle offerte anche attraverso un sistema di comunicazioni al pubblico o alla Consob vigente per un congruo periodo successivo alla stessa offerta.

7. Infine con riferimento al **quesito n. 7)** si ritiene di condividere l'interpretazione contenuta nella nota inviata dallo Studio ... secondo la quale il "divieto" relativo alle operazioni di fusione o scissione nei dodici mesi successivi all'offerta si riferisce alla delibera di fusione o scissione da parte dell'assemblea dell'emittente non rilevando, invece, gli atti ad essa preliminari.

Tale interpretazione si basa innanzitutto sulla lettera della norma la quale esplicitamente fa riferimento alle fusioni e scissioni " *deliberate dall'assemblea della società emittente*".

Al riguardo si conviene con lo Studio legale nel ritenere che fusione e scissione sono materie riservate *ex lege* alla competenza dell'assemblea (straordinaria) dei soci delle società coinvolte e che pertanto solo in tale sede si può effettivamente parlare di fusione (ovvero scissione) "deliberata" dalla società. Conseguentemente si concorda nel ritenere che "tutti gli atti del procedimento di fusione o di scissione che precedono la delibera dell'assemblea (ivi inclusa la delibera del Consiglio di amministrazione che approva il progetto e convoca l'assemblea) sono atti di natura meramente

preparatoria della delibera dell'assemblea e, come tali, idonei a far scattare l'applicazione dell'obbligo di cui all'art. 107, terzo comma, Testo Unico".

Si ritiene, infine, che considerata la gravità della "sanzione" dell'opa totalitaria il legislatore abbia voluto intenzionalmente imporre l'obbligo di opa totalitaria solo dopo che il progetto degli amministratori approvato dall'assemblea diventi formalmente un atto della società .

IL PRESIDENTE
Luigi Spaventa