

Comunicazione n. DEM/6100497 del 21-12-2006

inviata alla [...società A...] e allo studio legale ...

OGGETTO: **Quesito concernente:**

- a) l'applicabilità della disciplina della sollecitazione all'investimento ad un'operazione di aumento di capitale della [...società A...] con esclusione del diritto d'opzione da liberarsi con conferimento in natura di azioni [...società B...];
- b) l'applicabilità del caso di esenzione di cui all'art. 33, comma 1, lettera c) del regolamento Consob adottato con delibera 11971/99 e successive modificazioni all'operazione di aumento di capitale della [...società A...]

1. Premessa

Con nota del ..., lo Studio legale ..., in nome e per conto della [...società A...] (...), società per azioni di diritto italiano non quotata su alcun mercato regolamentato italiano o estero ha chiesto alla scrivente Commissione di "*voler confermare la rispondenza ai termini di legge e di regolamento delle modalità con cui si intende porre in essere l'operazione di aumento di capitale sociale di [...società A...], come più dettagliatamente ... di seguito descritta*".

Al riguardo è d'uopo premettere che non rientra tra le competenze della scrivente Commissione pronunciarsi in ordine alla legittimità in generale delle operazioni, potendo invece la stessa esprimersi in ordine alla applicabilità alle operazioni medesime della disciplina di competenza.

Nel caso in esame pertanto vengono esaminate le seguenti questioni:

- a) la possibilità di qualificare la fattispecie - descritta nel quesito - di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione da liberarsi in natura mediante conferimento di azioni, quale sollecitazione all'investimento piuttosto che quale offerta pubblica di scambio; e
- b) la riconducibilità dell'operazione di aumento di capitale - descritta nel quesito - all'ipotesi di esenzione dalla disciplina in materia di sollecitazione, prevista dall'art. 33, comma 1, lettera c) del regolamento Consob adottato con delibera 11971/99 e successive modificazioni (in seguito "regolamento emittenti"), per i casi in cui all'investitore sia richiesto un investimento minimo di almeno 50.000 euro.

2. Descrizione dell'operazione

In base alla delibera programmatica adottata dal Consiglio di amministrazione della [...società A...] il ..., detto Consiglio, in virtù di apposita delega statutaria ad esso conferita ai sensi dell'art. 2443 del codice civile, intende deliberare un aumento di capitale così articolato:

- a) una parte, pari a massimi euro 3.501.187,20 dovrà essere liberata in denaro e dovrà essere offerta in opzione ai [...n. x...] soci dell'emittente (in seguito "aumento in denaro");
- b) un'altra parte, con esclusione del diritto d'opzione ex art. 2441, comma 4, c.c., sarà riservata esclusivamente ai soci della [...società B...] (...) e dovrà essere liberata mediante conferimento in natura in [...società A...] delle azioni da detti soci possedute in [...società B...]. L'ammontare di tale parte di aumento sarà pari a euro 25.008.480, con pari sovrapprezzo e pertanto per un corrispettivo totale pari a euro 50.016.960 (in seguito "aumento in natura"). Le azioni oggetto di tale conferimento saranno oggetto di perizia di stima di un esperto già nominato dal Presidente del Tribunale di

Tale operazione, come illustrato anche nel documento di presentazione allegato al quesito in riferimento, si inserisce nel più ampio piano di riassetto del [...gruppo AX...].

Più precisamente in tale documento si legge che *"il riassetto si sostanzia nell'idea di trasformare il [...sistema AX...] in un vero gruppo societario, nella forma e nella sostanza, attraverso la costituzione di una società holding, di diretta emanazione di [...società B...], che detenga la maggioranza assoluta delle partecipazioni sociali delle società operative [...società B...], [...società C...]. La prima fase del piano di riassetto del [...sistema AX...], ha previsto pertanto, la costituzione di una società holding attraverso l'operazione di pluriscissione parziale e proporzionale della società scissa [...società B...], per effetto della quale sono state costituite, in data 1° agosto 2006, due nuove società beneficiarie [...società A...] e [...società AY...]"*.

"Per consentire a [...società A...] di divenire la holding del gruppo" si legge nella citata presentazione, "il piano di riassetto del [...sistema AX...] prevede, in primo luogo, che [...società A...] diventi la società controllante di [...società B...] attraverso un aumento di capitale da parte di [...società A...], riservato ai soci di [...società B...], da liberarsi mediante conferimento in natura delle azioni da detti soci detenute in [...società B...]".

Al riguardo nel quesito viene altresì precisato che:

- i soci di [...società B...] e di [...società A...] coincidono esattamente e, come affermato nel quesito, coincideranno esattamente al momento di esecuzione dell'aumento di capitale. Ciò in quanto la [...società A...] è la società beneficiaria della scissione parziale proporzionale della [...società B...];
- le eventuali azioni inoplate non potranno essere offerte ai terzi;
- i soci di [...società B...] e [...società A...] che vogliano aderire all'aumento di capitale lo devono fare per il 100% della quota loro spettante e dovranno aderire ad entrambe le parti dell'aumento (in denaro e in natura);
- conseguentemente ogni sottoscrittore investirà - sempre secondo quanto riportato nel quesito - un corrispettivo totale di circa euro 75.000.

Con riferimento a detta operazione codesto Studio Legale sostiene che:

a) l'operazione, ancorché articolata su due tipi di aumento di capitale, vada considerata unitariamente in quanto come sopra indicato:

- *"ciascuna delle due offerte è diretta ad una platea di oblati soggettivamente coincidenti";*
- *"trattasi di offerte «causalmente collegate», in quanto entrambe dirette a consentire il completamento di un passaggio essenziale del piano di riassetto del [...gruppo AX...]"*»";
- *"la delibera attuativi prevedrà (i) che i soci di [...società A...] potranno esercitare l'opzione a condizione che essi la esercitino per il 100% della loro quota e che contestualmente conferiscano il 100% della loro partecipazione in [...società B...], nell'ambito dell'aumento in natura, e che (ii) i soci di [...società B...] potranno conferire le proprie azioni a condizione che essi conferiscano la totalità di dette azioni e che contestualmente sottoscrivano il 100% della loro quota nell'aumento in denaro"*.

b) l'offerta sottesa all'aumento in natura mediante conferimento delle azioni [...società B...], vada qualificata come una "sollecitazione all'investimento" e non come una "offerta pubblica di scambio" sulla base delle seguenti considerazioni:

- come sopra indicato l'offerta in natura e l'offerta in denaro costituiscono un'offerta unitaria;
- *"l'aumento in natura altro non è che il mezzo, condiviso e deliberato dai soci di [...società B...] (e quindi di [...società A...]), per trasferire a [...società A...] le azioni [...società B...]: i soci [...società B...] continueranno a detenere le azioni [...società B...] attraverso la [...società A...], da essi costituita appositamente";*
- in questa fattispecie non ci si trova *"nella sostanza di fronte ad uno <scambio> tra soggetti diversi di beni diversi, ma ad una semplice modalità di trasferimento degli stessi beni indirettamente a se stessi, a meri fini riorganizzativi";*
- l'offerta persegue *"una mera finalità di completamento del piano di riassetto del [...gruppo AX...], come condiviso e deliberato all'unanimità, tramite i competenti organi sociali, dai soggetti interessati"*.

- "l'offerta sottesa all'aumento in natura, a differenza di un'offerta di scambio, non propone ai soci di [...società B...] una conversione del rischio di investimento da un prodotto finanziario ad un altro, ma soltanto un mutamento <formale> del profilo del proprio investimento attuale".

c) posto che l'offerta sottesa all'aumento in denaro e in natura va qualificata come sollecitazione all'investimento e che la stessa costituisce un'offerta unitaria, il corrispettivo minimo richiesto a ciascun sottoscrittore vada calcolato sommando le quote di spettanza relative sia all'aumento in denaro che a quello in natura. *"In virtù della sottoscrizione dell'aumento di capitale di cui alla delibera attuativa, ogni sottoscrittore investirà un corrispettivo totale di circa euro 75.000, ben superiore alla soglia minima di euro 50.000 prevista dall'esenzione di cui all'art. 33, lett. c) del Regolamento Emittenti"*.

3. Considerazioni

3.1 Qualificazione giuridica dell'aumento in natura

Si procede in primo luogo all'esame della questione posta sub b) in quanto appare di tutta evidenza come l'applicabilità, nel caso *de qua*, dell'esenzione di cui all'art. 33, comma 1, lett. c) - ivi comprese le valutazioni in ordine alla unitarietà dell'operazione di cui sub a) - si ponga solo nella misura in cui l'operazione stessa possa qualificarsi quale "sollecitazione all'investimento" anziché quale "offerta pubblica di scambio".

L'operazione, ancorché presentata quale aumento di capitale da liberarsi in natura mediante il conferimento di azioni, può essere vista anche quale un'offerta di scambio tra azioni [...società A...] di nuova emissione e azioni della [...società B...]. Ora, a ben vedere, in una permuta di prodotti finanziari è sempre presente una componente di vendita o di offerta in sottoscrizione da parte dell'offerente. In tali ipotesi, al fine di poter escludere l'applicabilità della disciplina di cui agli artt. 102 e ss. del D.lgs. n. 58/98 (di seguito "TUF"), occorre accertare l'eventuale prevalenza dei profili di sottoscrizione di nuovi prodotti rispetto a quelli dello scambio.

A tal fine non ci si può limitare a considerare il risultato finale della singola operazione dovendo piuttosto, soprattutto nel caso di operazioni articolate in varie fasi, esaminare l'intera operazione nel suo complesso. Nel caso in esame, pertanto, seppure il risultato finale dell'aumento in natura sia riconducibile ad uno scambio tra azioni [...società B...] e azioni [...società A...], al fine di individuare la disciplina applicabile, occorre valutare come la stessa si inserisca nel piano di riassetto del [...gruppo AX...].

Come affermato nel quesito e come emerge dalla documentazione trasmessa a supporto, i due aumenti di capitale, in denaro e in natura, oltre ad essere tra loro strettamente connessi - al punto che non è possibile aderire ad una parte senza aderire anche all'altra - costituiscono un tassello del più ampio piano di riassetto del gruppo nel quale tutte le fasi negoziali sono tra loro funzionalmente connesse al perseguimento di un risultato unitario. Tale risultato finale dell'intera operazione, che trova la sua origine nella scissione parziale proporzionale della [...società B...], sembra potersi individuare nella creazione del Gruppo [...società B...] al cui capo viene posta la società [...società A...].

Si legge infatti nel documento di presentazione che *"il riassetto si sostanzia nell'idea di trasformare il [...sistema AX...] in un vero gruppo societario, nella forma e nella sostanza, attraverso la costituzione di una società holding, di diretta emanazione di [...società B...], che detenga la maggioranza assoluta delle partecipazioni sociali delle società operative [...società B...], [...società C...]"*. *"Per consentire a [...società A...] di divenire la holding del gruppo"* si legge nella citata presentazione, *"il piano di riassetto del [...sistema AX...] prevede, in primo luogo, che [...società A...] diventi la società controllante di [...società B...] attraverso un aumento di capitale da parte di [...società A...], riservato ai soci di [...società B...], da liberarsi mediante conferimento in natura delle azioni da detti soci detenute in [...società B...]"*.

I soci della [...società B...] pertanto, con la scissione parziale, hanno costituito una nuova società, la [...società A...], e vi hanno trasferito parte dei beni della società. Ora, con l'aumento in natura della [...società A...], trasferiscono indirettamente a se stessi - data la coincidenza dei soci della due società - i beni rimasti alla società scissa al fine di porre effettivamente la [...società A...] a capo del gruppo.

Le sopra esposte considerazioni, che inducono a ritenere prevalente nel caso in esame il profilo della sottoscrizione di nuove azioni rispetto a quello dello scambio tra strumenti, sembrano poi avvalorate dai seguenti ulteriori elementi: da un lato, la circostanza che il piano, compreso l'aumento di capitale in natura, sia stato varato dagli stessi destinatari dell'offerta e, dall'altro, la coincidenza degli oblati dell'aumento in natura con i soci dell'emittente/offidente. Tali circostanze rendono pertanto condivisibile quanto affermato nel quesito in merito al fatto che *"l'offerta sottesa all'aumento in natura, a differenza di un'offerta di scambio, non propone ai soci di [...società B...] una conversione del rischio di investimento da un prodotto finanziario ad un altro, ma soltanto un mutamento <formale> del profilo del proprio investimento attuale"*

Ciò posto, nel caso in esame sembra potersi ritenere prevalente la componente "sottoscrizione" di nuove azioni rispetto a quella di scambio di prodotti finanziari e pertanto all'operazione *de qua* deve ritenersi applicabile la disciplina della sollecitazione all'investimento piuttosto che quella dell'offerta di scambio.

3.2 Applicabilità dell'art. 33, comma 1, lett. c) del regolamento emittenti

Secondo quanto esposto nel quesito, qualificato l'aumento di capitale in natura quale sollecitazione all'investimento, ove l'offerta sottesa ai due aumenti di capitale possa essere considerata quale un'operazione unitaria, alla stessa sarebbe applicabile l'esenzione dalla disciplina in materia di sollecitazione prevista dall'art. 33, comma 1, lett. c), del regolamento emittenti. Tale disposizione, come noto, riguarda l'ipotesi in cui all'investitore sia richiesto un esborso minimo di almeno 50.000 euro.

Tale conclusione, come anticipato, si basa sul presupposto che l'operazione, ancorché articolata su due aumenti di capitale, uno in denaro e uno in natura, possa essere considerata come un'offerta unitaria. In tal caso il controvalore dell'investimento minimo richiesto al destinatario dell'offerta viene calcolato sommando quello relativo all'aumento in natura con quello relativo all'aumento in denaro.

Al riguardo si rappresenta che le considerazioni in ordine alla unitarietà dell'offerta sottesa ai due aumenti di capitale appaiono condivisibili. A tale conclusione concorrono le seguenti circostanze che confermano una unitarietà sia causale che strutturale dell'operazione *de qua*:

- come già ampiamente illustrato, l'operazione si inserisce nel piano di riassetto del gruppo cui risulta funzionalmente collegata;
- le due parti dell'aumento di capitale sono contestualmente deliberate e causalmente connesse nonché entrambe strettamente necessarie alla realizzazione del progetto cui sono finalizzate;
- i destinatari dei due aumenti - benché formalmente diversi (i soci della [...società A...]) da un lato e i soci [...società B...]) dall'altro) - sono e, come assicurato nel quesito, saranno anche al momento dell'offerta gli stessi;
- non è possibile aderire solo all'aumento in natura o all'aumento in denaro.

Potendosi quindi sommare i corrispettivi minimi per investitore relativi all'aumento in denaro e all'aumento in natura e posto che i soggetti che intendano aderire all'offerta devono farlo per il 100% della quota di spettanza, si sostiene nel quesito che il corrispettivo totale per investitore sarà di circa 75.000 euro. Al riguardo, codesto Studio Legale, nella nota trasmessa ... ha riferito che tale calcolo è stato effettuato tenendo conto del socio [...società B...]/ [...società A...]) avente la partecipazione più bassa e sulla base dei valori di stima delle azioni [...società B...]), confermati per le vie brevi dall'esperto nominato dal Tribunale.

Sulla base di tali presupposti sembra potersi confermare l'applicabilità nel caso di specie dell'ipotesi contemplata dal richiamato art. 33, comma 1, lettera e) del RE, ai sensi del quale: *"le disposizioni contenute nel Capo I del Titolo II della Parte IV del Testo Unico e quelle del presente Titolo non si applicano alle sollecitazioni ... d) aventi ad oggetto prodotti finanziari per un corrispettivo totale di almeno 50.000 euro"*

IL PRESIDENTE
Lamberto Cardia