

Comunicazione n. 0045269 dell'11 maggio 2023

inviata alla [...società D...]

Oggetto: **[...società C...] - Quesito confermativo in merito all'insussistenza dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria, ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. a), del Tuf e dell'art. 45 del Regolamento Emittenti, sulle azioni di [...società C...], a seguito dello scioglimento di [...società A...] e della conseguente variazione del numero dei soci di [...società B...], che controlla [...società C...]**

Si fa riferimento alla nota del [...], con la quale gli avvocati [...omissis...], in nome e per conto di [...società D...] ("..." o "Richiedente"), dopo aver rappresentato le caratteristiche della governance di [...società B...] ("...") e di [...società A...] ("..."), tenuto conto delle rispettive previsioni statutarie, come di seguito sintetizzate, ed aver espresso proprie considerazioni sul punto, hanno chiesto di conoscere il parere della Consob circa ("Quesito"): "

- *l'inapplicabilità dell'obbligo di promuovere un'OPA totalitaria "a cascata" sulle azioni [...società C...] in capo a [...società D...], [...società E...] e [...società B...] ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. a), TUF e dell'art. 45 Regolamento Emittenti in ipotesi, conseguente allo scioglimento di [...società A...], di mutamento dei soci ai quali è imputabile il controllo congiunto di [...società B...] e, segnatamente, di passaggio da una situazione di controllo congiunto imputabile a tre soci ([...società F...], [...società E...], [...società D...]) ad una di controllo congiunto imputabile a due soci ([...società E...], [...società D...]);*
- *l'inapplicabilità, nel periodo interinale che intercorre tra l'avvio della liquidazione di [...società A...] e l'attribuzione ai soci di [...società A...] delle azioni dalla stessa detenute in [...società B...], dell'obbligo di promuovere un'OPA totalitaria "a cascata" sulle azioni [...società C...] in capo a [...società D...], [...società E...] e [...società B...] ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. a), TUF e dell'art. 45 Regolamento Emittenti per effetto del mero avvio della fase di liquidazione di [...società A...] e dell'assunzione della carica di liquidatore unico della stessa [...società A...] da parte del Presidente del Consiglio di Amministrazione originariamente nominato in tale ultima veste da [...società D...]."*

1. BREVE DESCRIZIONE DELLA FATTISPECIE

1.1. La Liquidazione di [...società B...]

[...società B...] è la holding che controlla [...società C...] ("..."), società quotata sul mercato Euronext Milan gestito da Borsa Italiana S.p.A., con una quota pari al 34,93% del relativo capitale sociale. [...società B...] ha inoltre dichiarato di esercitare direzione e coordinamento sulla società. Il capitale sociale di [...società B...] ammonta a Euro 44.479.728 ed è suddiviso in 44.479.728 azioni nominative di pari valore nominale, di cui:

- n. 823.266 azioni ordinarie (pari al 100% delle azioni ordinarie emesse e all'1,85% del capitale sociale di [...società B...]), detenute da [...società F...] ("...");
- n. 13.606.495 azioni di categoria "A" (pari al 100% delle azioni di categoria "A" emesse e al 30,59% del capitale sociale di [...società B...]) detenute da [...società A...], società attualmente controllata da [...società F...] (cfr. *infra* per maggiori dettagli sulla composizione del capitale sociale di [...società A...]);
- n. 16.671.517 azioni di categoria "B" (pari al 100% delle azioni di categoria "B" emesse e al 37,48% del capitale sociale di [...società B...]), detenute da [...società D...];
- n. 13.378.450 azioni di categoria "C" (pari al 100% delle azioni di categoria "C" emesse e al 30,08% del capitale sociale di [...società B...]), detenute da [...società E...] ("...").

Nessuno delle suddette società dichiara il controllo individuale di [...società B...]^[1].

Con comunicato del 28 luglio 2021 [...società B...] ha reso noto lo scioglimento anticipato della società.

Ai sensi dell'art. 26.3.1 dello statuto è stato nominato un Collegio dei Liquidatori composto da tre membri, il cui Presidente è stato indicato da [...società E...], in quanto titolare della totalità delle azioni di categoria C, mentre gli altri sono stati indicati rispettivamente da [...società A...], in quanto titolare della totalità delle azioni di categoria A e da [...società D...], in quanto titolare della totalità delle azioni di categoria B. Il Collegio dei Liquidatori di [...società B...] rimarrà in carica sino all'assemblea chiamata all'approvazione del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2022.

In particolare, lo statuto di [...società B...] prevede che il titolare di ciascuna categoria di azioni A, B e C abbia il diritto di nominare e revocare un componente del Collegio dei Liquidatori, purché le azioni di ciascuna categoria rappresentino almeno il 20% del capitale sociale. Qualora una delle predette categorie di azioni rappresenti meno del 20% del capitale sociale, la nomina del liquidatore mancante avverrà in assemblea con le maggioranze del capitale sociale di cui agli artt. 2368 e 2369 del codice civile.

Le delibere del Collegio dei Liquidatori sono assunte con il voto favorevole della maggioranza dei suoi componenti, ma, per alcune materie di particolare rilievo, lo statuto prevede il voto unanime; si fa riferimento *inter alia* a ogni delibera relativa all'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento su [...società C...] e all'esercizio del diritto di voto nell'assemblea di [...società C...]^[2].

Inoltre, in merito alla lista che [...società B...] presenterà in occasione del rinnovo dell'organo amministrativo di [...società C...], lo statuto prevede, in mancanza dell'unanimità, il diritto di ciascun liquidatore designato dai titolari delle azioni di categoria A, B e C di indicare rispettivamente tre dei nove candidati della lista per il rinnovo del CdA di [...società C...]. Laddove nel Collegio dei Liquidatori fosse presente un liquidatore nominato con le maggioranze di cui agli artt. 2368 e 2369 del codice civile (e non da una singola categoria di azioni, nel caso in cui essa rappresenti meno del 20% del capitale sociale), il Collegio dei Liquidatori sceglierà con voto unanime tre dei nove candidati mancanti.

1.2. La Liquidazione di [...società A...]

Il capitale sociale di [...società A...] è costituito da azioni ordinarie e da azioni di categoria "A", detenute come segue:

- n. 2.639.940 azioni ordinarie (pari al 50,01% del capitale sociale rappresentato da azioni ordinarie e al 28,5% del capitale sociale complessivo) di titolarità di [...società F...];
- n. 2.639.865 azioni ordinarie pari al 49,99% del capitale sociale rappresentato da azioni ordinarie e al 28,499% del capitale complessivo, nonché n. 3.983.142 azioni di categoria "A", pari al 100% delle azioni di categoria "A" e al 43% del capitale complessivo, di titolarità di [...società D...].

Secondo quanto rappresentato nel Quesito, [...società A...] è attualmente controllata, ai sensi dell'art. 2359 del codice civile, da [...società F...], che detiene la maggioranza delle azioni ordinarie. Infatti, le prerogative che lo statuto sociale riserva ai titolari delle azioni di categoria A rappresenterebbero una mera protezione dell'investimento e non escluderebbero il controllo di [...società F...].

Il 15 giugno 2023 scadrà il termine di durata di [...società A...] (titolare della totalità delle azioni di categoria A emesse, pari a circa il 30,59%, del capitale sociale di [...società B...]).

Lo statuto di [...società A...] prevede, allo scadere del termine di durata di [...società A...], la decadenza con effetto immediato di tutti i membri del Consiglio di Amministrazione, con l'eccezione del Presidente del Consiglio di Amministrazione di [...società A...], nominato da [...società D...], che rimane in carica quale liquidatore unico della stessa [...società A...].

Lo statuto prevede, inoltre, che il liquidatore, come primo atto della procedura di liquidazione, assegni in natura ai soci (in proporzione delle rispettive partecipazioni) ogni azione o quota rappresentativa del capitale sociale di ogni società partecipata da [...società A...] (tra le quali [...società B...]), fermo restando il divieto di ripartire tra i soci acconti sul risultato della liquidazione, nei limiti di cui all'art. 2491, comma 2, del codice civile, mentre la liquidazione del resto dell'attivo avverrà non in natura, nel rispetto della *par condicio creditorum*.

Tenendo conto delle citate previsioni statutarie, secondo il Richiedente, possono distinguersi due momenti del procedimento di liquidazione di [...società A...] che astrattamente possono incidere sugli assetti di controllo di [...società B...] e quindi essere rilevanti ai fini della disciplina in materia di offerta pubblica di acquisto obbligatoria:

- l'insediamento del liquidatore unico, il quale, ai sensi dell'art. 24 dello statuto di [...società A...], è individuato nel Presidente del Consiglio di Amministrazione, nominato da [...società D...] quale azionista titolare del 100% delle azioni di categoria A;
- la liquidazione del patrimonio, per effetto della quale, come espressamente previsto dallo statuto, le azioni rappresentative del capitale di [...società B...] detenute da [...società A...] saranno attribuite ai soci della medesima ([...società D...] e [...società F...]), in proporzione alla quota di capitale dagli stessi detenuta.

2. CONSIDERAZIONI DEL RICHIEDENTE

Secondo il Richiedente in entrambe le fasi del processo di liquidazione non sarebbe configurabile il sorgere di un obbligo di OPA sulla base delle seguenti argomentazioni.

2.1. La nomina del Presidente del CdA di [...società A...] quale liquidatore unico

Il Quesito espone tre principali argomenti secondo i quali l'assunzione della carica di liquidatore unico di [...società A...] da parte del Presidente del Consiglio di Amministrazione nominato da [...società D...] non determinerebbe l'insorgere, ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. a), del Tuf e dell'art. 45 del regolamento Consob n. 11971 del 1999 ("Regolamento Emittenti"), di un obbligo di offerta pubblica di acquisto sulle azioni di [...società C...] (società della quale, come detto, [...società B...] detiene il 34,93% del capitale sociale).

I. Innanzitutto, secondo il Richiedente occorrerebbe considerare che il Presidente del Consiglio di Amministrazione nominato da [...società D...] in quanto titolare della totalità delle azioni di categoria A assume la carica di liquidatore unico per un automatismo statutario, effetto di una clausola condivisa da tutti i soci di [...società A...].

II. In secondo luogo, l'assunzione della carica di liquidatore unico da parte del Presidente del Consiglio di Amministrazione di [...società A...] non modificherebbe gli assetti di controllo e gli equilibri di governance di [...società B...] e di [...società C...].

Applicando le disposizioni statutarie di [...società B...] precedentemente descritte, l'organo di liquidazione di quest'ultima risulterebbe composto da: un liquidatore nominato da [...società E...] (quale titolare delle azioni di categoria C); un liquidatore nominato da [...società D...] (quale titolare delle azioni di categoria B) e un liquidatore nominato da [...società A...] (quale titolare delle azioni di categoria A), la cui individuazione spetterebbe tuttavia al liquidatore unico di [...società A...]^[3], che come detto è il Presidente del Consiglio di Amministrazione di [...società A...] nominato da [...società D...] (e divenuto liquidatore di [...società A...] ai sensi della disposizione statutaria di cui si è dato conto).

Tuttavia, secondo il Richiedente, la circostanza che due dei tre componenti del Collegio dei Liquidatori di [...società B...] siano riconducibili a [...società D...] non inciderebbe sulla persistenza dell'esercizio di un controllo congiunto su [...società B...] [...] da parte di [...società D...] (direttamente ed eventualmente, giusto quanto sopra illustrato, anche tramite [...società A...]) e di [...società E...], poiché:

- "in ordine all'assunzione dell'ampia gamma di delibere dell'Assemblea degli azionisti [di [...società B...]], continuerà ad essere richiesto il voto favorevole dei soci titolari di azioni di categoria "A" (i.e. [...società A...]), in persona del liquidatore unico già a suo tempo nominato da [...società D...] Presidente del Consiglio di Amministrazione della stessa [...società A...]), dei soci titolari di azioni di categoria "B" (i.e. [...società D...]) e dei soci titolari di azioni di categoria "C" (i.e. [...società E...])"⁴¹;
- "in ordine all'assunzione dell'ampia gamma di deliberazioni riservate alla competenza del Collegio dei Liquidatori [...], continuerà ad essere richiesta la presenza di tutti i componenti del Collegio dei Liquidatori e il voto favorevole di ciascuno di essi, e quindi anche del Liquidatore nominato da [...società E...]"^[5].

Inoltre, secondo il Richiedente andrebbe considerato che la presenza di due liquidatori nominati da [...società D...] non garantirebbe a quest'ultimo una posizione di forza neanche nella nomina dell'organo amministrativo di [...società C...]. Infatti, lo statuto sociale di [...società B...] prevede una decisione assunta all'unanimità con riferimento ai candidati da indicare nella lista che [...società B...] dovrà presentare in occasione del rinnovo dell'organo amministrativo di [...società C...].

Solo in mancanza di una decisione unanime, 6 dei 9 consiglieri indicati nella lista presentata da [...società B...] risulterebbero designati da liquidatori nominati o comunque riconducibili a [...società D...]^[6].

Tuttavia, secondo quanto rappresentato nel Quesito, occorrerebbe tener conto che:

- da un lato, l'attuale Consiglio di Amministrazione di [...società C...] scadrà nel 2024 in occasione dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio d'esercizio 2023; quindi, eventuali variazioni dell'assetto di controllo di [...società B...] per effetto dello scioglimento di [...società A...] non potrebbero produrre, neppure in astratto, alcuna conseguenza sulla *governance* di [...società C...] (escludendo anche in astratto qualsivoglia impatto almeno sintanto che non si ponga in concreto il tema del rinnovo dell'organo di gestione di [...società C...]);
- dall'altro lato, "quanto sopra rilevato in ordine al "procedimento" di formazione della lista da presentarsi da parte di [...società B...] per il rinnovo dell'organo amministrativo di [...società C...] non assorbe la necessità per il Collegio dei Liquidatori di assumere una delibera in ordine all'esercizio del diritto di voto da esprimere nell'assemblea degli azionisti di [...società C...] convocata per la nomina del Consiglio di Amministrazione", poiché è statutariamente prevista l'unanimità del Collegio dei Liquidatori per ogni decisione relativa all'esercizio del diritto di voto nell'assemblea di [...società C...].

III. Infine, secondo la terza argomentazione prospettata nel Quesito per escludere la sussistenza dell'obbligo di promuovere un offerta pubblica di acquisto nella fattispecie, l'assunzione della carica di liquidatore unico di [...società A...] da parte del Presidente del Consiglio di Amministrazione *pro tempore*, di per sé considerata, non configura, né può essere equiparata a, un acquisto a titolo oneroso che, ai sensi dell'articolo 106, commi 1 e 3, lett. a), Tuf, costituisce il presupposto necessario per il sorgere dell'obbligo di promuovere un offerta pubblica di acquisto.

2.2. L'attribuzione delle azioni di [...società B...] detenute da [...società A...] ai soci della medesima per effetto dello scioglimento.

Per effetto dell'assegnazione delle azioni [...società B...] detenute da [...società A...], [...società D...] incrementerebbe la propria partecipazione (rappresentata da sole azioni di categoria B), arrivando a detenere il 59,35% del complessivo capitale sociale di [...società B...], mentre [...società F...] acquisirebbe una partecipazione dell'8,72% del capitale sociale (rappresentata da azioni di categoria A, che andrebbero ad aggiungersi alle azioni ordinarie già detenute pari al 1,85% del capitale sociale di [...società B...]) e [...società E...] rimarrebbe con il 30,08% del capitale sociale (rappresentato da azioni di categoria C).

Secondo il Richiedente, anche a seguito dell'assegnazione delle azioni di [...società B...] ai soci di [...società A...] ([...società D...] e [...società F...]), è da ritenere che "permanga una situazione di controllo congiunto su [...società B...], e indirettamente su [...società C...], riconducibile alle sole [...società E...] e [...società D...] [anziché, come in precedenza ad [...società E...], [...società D...] e [...società F...] n.d.r.] ancorché quest'ultima - a seguito dell'assegnazione delle azioni di [...società B...] detenute da [...società A...] - arrivi a detenere il 59,35% del capitale sociale di [...società B...] rappresentato da azioni di categoria "B" e possa nominare direttamente la maggioranza del Collegio dei Liquidatori"⁸¹.

Secondo quanto rappresentato nel Quesito, "[m]ilita in tal senso la circostanza che [...società D...] non potrebbe comunque adottare, in via solitaria, le principali delibere caratterizzanti il controllo della società di competenza assembleare, né i Liquidatori dalla stessa nominati potrebbero autonomamente adottare rilevanti decisioni in seno al Collegio dei Liquidatori, per l'approvazione delle quali sarebbe sempre e comunque necessario il consenso di [...società E...] o del Liquidatore nominato dalla stessa [...società E...]".

In particolare, per quanto riguarda gli effetti dell'incremento della partecipazione detenuta da [...società D...] sul meccanismo di formazione della lista per il rinnovo dell'organo amministrativo di [...società C...], secondo il Richiedente occorrerebbe "osservare che, dopo lo scioglimento di [...società A...] e l'assegnazione in natura ai soci della stessa delle azioni dalla stessa detenute in [...società B...], rileveranno soltanto le designazioni effettuate dai Liquidatori la cui nomina è riservata ai titolari delle azioni di categoria "B" e "C", sicché: (i) il Liquidatore nominato da [...società E...] (quale azionista titolare delle azioni di categoria "C") manterrà il diritto di indicare tre candidati che occuperanno le posizioni n. 1, 2 e 3 della lista; (ii) il Liquidatore "di categoria" nominato da [...società D...] (quale azionista titolare delle azioni "B") manterrà il diritto di indicare tre candidati che occuperanno le posizioni n. 4, 5 e 6 della lista; e (iii) i restanti tre candidati dovranno essere nominati dal Collegio dei Liquidatori con voto necessariamente unanime"⁹¹.

2.3 Conclusioni del Richiedente

Il Richiedente conclude sostenendo che sia la nomina del liquidatore di [...società A...], sia l'attribuzione ai soci delle azioni detenute dalla stessa [...società A...] in [...società B...] (a seguito della liquidazione di [...società A...]) produrrebbero "il medesimo effetto sulla *governance* di [...società B...], determinando un mutamento del numero di soggetti ai quali è imputabile il controllo congiunto della stessa [...società B...]. Precisamente, per effetto dello scioglimento di [...società A...], si registrerebbe il passaggio da una situazione in cui il controllo di [...società B...] è detenuto congiuntamente da [...società F...] (tramite [...società A...]), [...società E...] e [...società D...] ad uno in cui il controllo è detenuto congiuntamente soltanto da [...società D...] (eventualmente, nella prima fase, anche tramite il liquidatore di [...società A...]) e da [...società E...]".

A sostegno di tale conclusione il Richiedente menziona numerose comunicazioni della Consob che a partire dal 1999 hanno esaminato "la questione se mutamenti soggettivi ovvero l'acquisizione di una "posizione soggettiva differenziata" (rispetto agli altri aderenti in grado di consentire ad uno dei partecipanti una influenza rilevante sulle decisioni del patto) all'interno del patto parasociale che controlla la società possano comportare l'insorgere dell'obbligo di OPA a carico di uno o più paciscenti (cfr. Comunicazioni n. DIS/99061705 del 13 agosto 1999, n. DEM/DCL/7096246 del 26 ottobre 2007 e n. DEM/7103030 del 20 novembre 2007)".

Secondo il Richiedente "il passaggio da una situazione di controllo congiunto a tre ad una di controllo congiunto a due non determina un mutamento degli assetti interni di [...società B...] e l'insorgenza dell'obbligo di lanciare un'OPA "a cascata" sulle azioni di [...società C...] (ai sensi dell'art 106, comma 3, lett. a, TUF e dell'art. 45 Regolamento Emittenti) in capo a [...società D...], [...società E...] ed [...società B...] quali soggetti che agiscono di concerto ai sensi dell'articolo 101-bis, comma 4-bis, TUF".

Infatti, secondo le richiamate Comunicazioni n. DIS/99061705 del 13 agosto 1999, n. DEM/DCL/7096246 del 26 ottobre 2007 e n. DEM/7103030 del 20 novembre 2007, "sussisterebbe l'obbligo di OPA "allorché le modifiche soggettive ed oggettive apportate ad un patto parasociale determinino un mutamento del soggetto controllante, ovvero l'acquisizione da parte di un nuovo soggetto di una "posizione differenziata" rispetto agli altri aderenti in grado di consentirgli una influenza rilevante sulle decisioni del patto".

Nel caso di specie invece il Richiedente ritiene che "il fatto che il numero dei soci ai quali è imputabile il controllo congiunto di [...società B...] si riduca da tre a due non determina il sostanziale mutamento degli equilibri interni di [...società B...] poiché resta il fatto (indipendentemente dal numero dei soci ai quali è imputabile il controllo congiunto) che nessun socio è in grado di esercitare in via solitaria il controllo, essendo necessario il consenso unanime per l'adozione di alcune fondamentali delibere assembleari e consiliari".

Inoltre, ferme restando le precedenti osservazioni secondo le quali è da escludere che lo scioglimento di [...società A...] determini un mutamento sostanziale negli assetti di *governance* e nel controllo di [...società B...], secondo il Richiedente "in ogni caso, un siffatto obbligo non potrebbe comunque ritenersi sussistere nel periodo interinale che intercorre tra l'avvio della liquidazione di [...società A...] e l'attribuzione ai soci di [...società A...] delle azioni dalla stessa detenute in [...società B...], in quanto l'assunzione della carica di liquidatore di [...società A...] da parte del Presidente del Consiglio di Amministrazione *pro tempore* (originariamente nominato in tale ultima veste da [...società D...]), di per sé considerata, non configura, né può essere equiparata a, un acquisto a titolo oneroso che, ai sensi dell'articolo 106, commi 1 e 3, lett. a), TUF, costituisce il presupposto necessario per il sorgere dell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto".

3. CONSIDERAZIONI

Con riferimento a quanto sopra rappresentato si ritiene che le conclusioni contenute nel Quesito siano condivisibili con le precisazioni che di seguito si formuleranno.

3.1 Ricostruzione del quadro normativo e delle disposizioni statutarie rilevanti nel caso di specie

L'analisi delle questioni sottoposte dal Richiedente rende necessaria una breve ricostruzione del quadro normativo rilevante nel caso di specie.

La variazione degli assetti di controllo di società che detengono una partecipazione di controllo in una società quotata è una fattispecie espressamente considerata nella lettera a), comma 3, dell'art. 106 del Tuf, il quale tuttavia si limita a disporre che "la Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui [...] la partecipazione indicata nel comma 1 [rilevante ai fini OPA] è acquisita mediante l'acquisto di partecipazioni o la maggioranza dei diritti di voto, in società il cui patrimonio è prevalentemente costituito da titoli emessi da altra società di cui all'art. 105, comma 1".

L'art. 45 del Regolamento Emittenti, che dà attuazione a tale disposizione, distingue a seconda che la *holding* che detiene una partecipazione di controllo in un emittente quotato sia quotata o meno, disponendo che "[l]'acquisto, anche di concerto, di una partecipazione che consente di disporre del diritto di voto in misura superiore alle soglie indicate dall'articolo 106, commi 1, 1-bis e 1-ter, sugli argomenti indicati nell'articolo 105 del Testo unico di una società quotata, ovvero di detenere il controllo di una società non quotata, determina l'obbligo dell'offerta pubblica, a norma dell'articolo 106, comma 3, lettera a), del Testo unico quando l'acquirente venga così a detenere, indirettamente o per effetto della somma di partecipazioni dirette e indirette, la partecipazione superiore alle soglie indicate dall'articolo 106, commi 1, 1-bis e 1-ter, del Testo unico in una società quotata [enfasi aggiunta]".

Nel caso di specie rileva soltanto una delle due fattispecie regolate dall'articolo 45 del Regolamento Emittenti, ossia il caso in cui un soggetto acquisti il controllo di una società non quotata (ossia la *holding* non quotata).

Differentemente dalla regola generale di cui all'art. 106 del Tuf, secondo la quale l'obbligo di Opa sorge al superamento di una soglia predeterminata, l'art. 45 del Regolamento Emittenti prevede l'Opa obbligatoria solo allorché l'"acquisto" di una partecipazione consenta l'acquisizione del controllo della *holding*, ai sensi dell'art. 93 del Tuf (in tal senso si è espressa la Consob sin dalla Comunicazione DEM/1085144 del 13 novembre 2001).

Inoltre, perché l'acquisto del controllo nella *holding* faccia scattare l'obbligo di offerta sulla quotata a valle, è necessario, ai sensi dell'art. 45, comma 3 e 4, del Regolamento Emittenti, che il patrimonio della *holding* sia "costituito in prevalenza da partecipazioni in società quotate o in società che detengono in misura prevalente partecipazioni in società quotate", con la precisazione che "si ha prevalenza [...] quando ricorra almeno una delle due 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 delle 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".

A tal proposito, si precisa che con nota del 27 aprile 2023 il Richiedente ha confermato la sussistenza del requisito della "prevalenza" della partecipazione rilevante detenuta da [...società B...] nella società quotata [...società C...] (in quanto costituisce l'unica partecipazione sociale detenuta), sicché nel caso di specie occorre valutare solo se "a monte", per effetto della liquidazione di [...società A...], si configuri un cambio di controllo di [...società B...] che, se confermato, determinerebbe un obbligo di Opa "a cascata" su [...società C...], stante, per l'appunto, l'asserita sussistenza del citato requisito della prevalenza.

3.2 Considerazioni relative ad entrambi gli scenari prospettati nel Quesito

Il quadro normativo sopra descritto consente di escludere il sorgere di un obbligo di Opa:

- sia con riferimento all'insediamento del liquidatore unico di [...società A...], il quale, ai sensi dello statuto, è individuato nel Presidente del Consiglio di Amministrazione della società, la cui nomina statutariamente spetta a [...società D...], quale azionista titolare del 100% delle azioni di categoria A,
- sia a seguito della liquidazione del patrimonio di [...società A...], per effetto della quale [...società D...] arriverà a detenere una partecipazione pari al 59,35% del capitale sociale di [...società B...], sempre rappresentata da azioni di categoria B,

per le ragioni che seguono.

1. Nomina del liquidatore

Come si evince dalla lettura dell'art. 45 del Regolamento Emittenti, nel caso di *holding* non quotata (come, nella specie, è [...società B...]), l'obbligo di offerta sorge solo allorché l'acquisto della partecipazione consenta di acquisire il controllo della società.

Conseguentemente, perché possa applicarsi la disciplina dell'Opa obbligatoria ci si deve trovare, anzitutto, di fronte ad un "acquisto".

Da ciò discende che non potrebbero far scattare l'obbligo di Opa posizioni di controllo che non siano ottenute a seguito di acquisti.

Pertanto, nonostante l'astratta possibilità che l'insediamento del Presidente del Consiglio di Amministrazione nominato da [...società D...] quale liquidatore unico di [...società A...] possa incidere sugli assetti di controllo e gli equilibri di *governance* di [...società B...] (e quindi di [...società C...]), è da escludere che tale vicenda societaria configuri o possa essere equiparata ad un acquisto, che, come detto, costituisce un presupposto preliminare per il sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto.

Mancando un presupposto necessario dell'Opa obbligatoria, appare superflua ogni ulteriore considerazione sugli assetti di controllo che verrebbero a determinarsi in [...società B...] a seguito della nomina del Presidente del Consiglio di Amministrazione di [...società A...], nominato da [...società D...], quale liquidatore di [...società A...].

Peraltro, come osservato nel Quesito:

- si tratterebbe di una situazione transitoria che perdurerebbe sino all'assegnazione in natura delle azioni di [...società B...] detenute da [...società A...] ai soci della medesima, assegnazione alla quale il liquidatore di [...società A...] dovrebbe dare corso come primo atto della liquidazione;
- inoltre, eventuali variazioni dell'assetto di controllo di [...società B...] (ovverosia la nomina di due liquidatori da parte di [...società D...]) non avrebbero alcuna conseguenza sulla *governance* di [...società C...] almeno sino al rinnovo dell'organo di gestione di [...società C...] che scadrà nel 2024 in occasione dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio d'esercizio 2023.

2. Assegnazione delle azioni

Lo statuto di [...società A...] prevede come primo atto di competenza del liquidatore della società l'assegnazione in natura delle azioni di [...società B...] detenute ai soci di [...società A...].

Al riguardo, occorre innanzitutto osservare che, diversamente da quanto detto per la nomina del Presidente del CdA di [...società A...] quale liquidatore unico, l'assegnazione delle azioni configura un "acquisto" ai sensi della disciplina dell'Opa obbligatoria, ma, come detto precedentemente, affinché sorga l'obbligo di Opa è necessario che da esso consegua l'acquisizione del controllo della *holding*.

Nel caso di specie, per effetto dell'assegnazione delle azioni [...società B...] detenute da [...società A...], [...società D...] incrementerebbe la propria partecipazione (rappresentata da sole azioni di categoria B) arrivando a detenere il 59,35% del capitale sociale di [...società B...], mentre [...società F...] acquisirebbe una partecipazione dell'8,72% del capitale sociale (rappresentata da azioni di categoria A, che andrebbero ad aggiungersi alle azioni ordinarie già detenute pari al 1,85% del capitale sociale) e [...società E...] rimarrebbe con il 30,08% del capitale sociale (rappresentato da azioni di categoria C).

Tuttavia, l'assetto di *governance* definito dallo statuto di [...società B...] esclude l'emergere in capo [...società D...] di una posizione di controllo individuale, ai sensi dell'art. 93 del Tuf, sulla *holding*, né verrebbero modificati i precedenti assetti di potere di [...società B...]. Come rappresentato dal Richiedente, si registrerebbe soltanto il "passaggio da una situazione in cui il controllo di [...società B...] è detenuto congiuntamente da [...società F...], [...società E...] e [...società D...] ad uno in cui il controllo è detenuto congiuntamente soltanto da [...società D...] (eventualmente, nella prima fase, anche tramite il liquidatore di [...società A...]) e da [...società E...]".

Al riguardo, la Consob, in precedenti comunicazioni, ha affermato che, affinché sorga un obbligo di offerta, occorre che vi sia l'acquisizione del controllo sulla *holding*, poiché la *ratio* posta alla base dell'Opa obbligatoria è quella di tutelare gli azionisti di una società quotata ogni qual volta si riscontri un mutamento dell'azionista di controllo a livello della quotata stessa o della sua controllante, o, più in generale, un mutamento rilevante degli assetti di potere conseguenti a modifiche inerenti all'azionariato della quotata o della sua controllante (cfr. *inter alia* Comunicazione n. DCG/0076067 del 1° ottobre 2015).

Del resto, è già la lettera dell'art. 45 del Regolamento Emittenti (richiedendo, per il sorgere dell'obbligo di Opa, che l'"acquisto" sia idoneo a consentire di "detenere il controllo" della *holding*) che impone di tener conto di quelle situazioni in cui eventuali clausole parasociali o statutarie di fatto depotenzino la posizione di controllo individuale di chi venga detenere la maggioranza del capitale sociale della *holding*, poiché in questo caso non si è in presenza di un acquisto che consenta di "detenere il controllo".

In tal senso, occorre prestare particolare attenzione a quelle clausole statutarie (o parasociali) che più direttamente incidono sulla gestione ordinaria della società, nonché, nel caso di specie, sulla *governance* e la gestione della quotata [...società C...]¹⁰, per verificarne il concreto funzionamento, potendosi escludere la sussistenza del controllo anche in capo a chi detenga la maggioranza del capitale sociale della *holding*, laddove, per effetto di clausole statutarie, non possa assumere decisioni rilevanti senza il concorso determinante dell'altro socio (per l'enunciazione di tali principi, cfr. *inter alia* Comunicazione n. DCG/0079962 del 9-10-2013 Comunicazione n. DEM/3074183 del 13 novembre 2003).

Al riguardo, l'esame dello statuto di [...società B...] evidenzia che:

- a seguito dell'assegnazione delle azioni di [...società B...] detenute da [...società A...], [...società D...] arriverebbe a detenere una partecipazione pari al 59,35% di [...società B...], rappresentata da sole azioni di categoria B (per effetto della clausola statutaria che impedisce ad un singolo socio di detenere azioni di diverse categorie, prevedendo la conversione automatica in azioni della categoria già posseduta in caso di trasferimento di azioni da un socio titolare di azioni di una categoria ad altro socio titolare di azioni di categoria diversa);
- con tale partecipazione, [...società D...] potrebbe nominare due dei tre componenti del Collegio dei Liquidatori (come già detto, [...società E...] e [...società D...] manterrebbero il diritto di nominare un componente ciascuno, in quanto titolari rispettivamente delle azioni C e B, mentre il terzo componente sarebbe nominato, non più da titolare delle azioni di categoria A - [...società F...] - che detiene una partecipazione inferiore al 20% del capitale sociale di [...società B...], ma con le maggioranze di legge dall'assemblea ordinaria e quindi da [...società D...] che detiene la maggioranza del capitale sociale di [...società B...]);
- nonostante ciò, [...società D...]: a) non potrebbe procedere senza il consenso di [...società E...] alla nomina degli amministratori di [...società C...] e, laddove tale consenso manchi, ai fini della composizione della lista presentata da [...società B...] per il rinnovo del CdA di [...società C...], rilevarebbero soltanto le designazioni effettuate dai liquidatori nominati dai titolari delle azioni di categoria B e C, essendo le azioni di categoria A meno del 20% del capitale sociale di [...società B...], sicché gli altri candidati dovranno essere nominati dal Collegio dei Liquidatori con voto necessariamente unanime; b) non potrebbe senza il consenso di [...società E...] esercitare il diritto di voto nell'assemblea di [...società C...], né esercitare le attività di direzione e coordinamento su [...società C...] di competenza del Collegio dei liquidatori.

Concludendo, la partecipazione che verrebbe a detenere, pur garantendo a [...società D...] la nomina di due dei tre componenti del Collegio dei Liquidatori, non gli consentirebbe in nessun caso di nominare la maggioranza degli amministratori di [...società C...], né più in generale di esercitare e di indirizzare le scelte gestionali di [...società C...] senza il consenso dell'altro socio.

Pertanto, si ritiene che la liquidazione del patrimonio di [...società A...] non determini l'acquisizione di una posizione individuale di controllo, ai sensi dell'art. 93 del Tuf, in capo a [...società D...], né si assisterebbe a modifiche significative dei precedenti assetti proprietari di [...società B...].

4. CONCLUSIONI

Premesso quanto sopra rappresentato e considerato, si conclude che lo scioglimento di [...società A...] non darà luogo ad un obbligo di promuovere un'OPA totalitaria "a cascata" sulle azioni [...società C...] in capo a [...società D...], [...società E...] e [...società B...] ai sensi dell'art 106, comma 3, lett. a), del Tuf e dell'art. 45 Regolamento Emittenti:

- né per effetto del mero avvio della fase di liquidazione di [...società A...] e dell'assunzione della carica di liquidatore unico della stessa [...società A...] da parte del Presidente del Consiglio di Amministrazione nominato da [...società D...], poiché tale vicenda societaria non configura, né può essere equiparata ad un acquisto che costituisce il presupposto necessario per il sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto.
- né per effetto dell'assegnazione come primo atto della liquidazione in natura delle azioni di [...società B...] detenute da [...società A...] a [...società D...] e agli altri soci della medesima, poiché esso non determina un mutamento degli assetti di controllo di [...società B...] rispetto al precedente. Infatti, nonostante [...società D...], a seguito di tale assegnazione, incrementi la propria partecipazione (sempre rappresentata da azioni di categoria B) arrivando a detenere il 59,35% del capitale sociale, l'assetto di *governance* definito dallo statuto di [...società B...] non consente l'emergere di una posizione di controllo individuale da parte di [...società D...] sulla *holding* e conseguentemente su [...società C...].

Da ultimo, si evidenzia che le considerazioni sopra esposte e relative conclusioni si basano sulla documentazione agli atti e sulle dichiarazioni rese nel Quesito e che ogni eventuale modifica o integrazione rispetto alle informazioni ad oggi comunicate alla Consob dovrà essere resa nota al fine di poter essere valutata. Pertanto, la conoscenza di circostanze diverse e/o ulteriori rispetto a quelle ivi rappresentate potrà comportare una diversa valutazione dell'operazione da parte della Consob.

IL PRESIDENTE
Paolo Savona

[1] Lo statuto di [...società B...] attribuisce a ciascuna categoria di azioni prerogative e diritti di *governance* che da un lato impongono, per alcune materie di particolare rilievo strategico e gestionale, la condivisione delle decisioni da parte di tutti i soci e dall'altro garantiscono la rappresentatività di ciascuna categoria di azioni nel Consiglio di Amministrazione di [...società B...] e in quello di [...società C...], impedendo pertanto il configurarsi di una posizione di controllo individuale, ai sensi dell'art. 93 del Tuf, in capo ad alcuno dei soci di [...società B...].

[2] Si fa riferimento, quanto all'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento su [...società C...], a: proposte all'assemblea dei soci relative a modifiche dello statuto sociale, operazioni di finanza straordinaria, emissione di prestiti obbligazionari e/o altri strumenti finanziari e distribuzione di dividendi, acquisizioni o cessioni di attivi (che rappresentino più del 10% del NAV consolidato di [...società C...] alla data in cui la documentazione contrattuale definitiva relativa all'operazione sia sottoposta al Collegio dei Liquidatori), oltre che affitti di azienda/e ed acquisizione in affitto di rami di azienda, nonché ogni altra operazione che abbia un impatto significativo, sotto il profilo strategico, economico, patrimoniale o finanziario, sulla gestione e/o sulla valorizzazione di attivi del gruppo [...società C...] aventi valore complessivo superiore alla predetta soglia del 10% del NAV consolidato.

[3] Tale scenario presuppone che lo scioglimento di [...società A...] preceda la scadenza dell'attuale Collegio dei Liquidatori di [...società B...], che rimarrà in carica sino all'assemblea chiamata all'approvazione del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2022.

[4] Si fa riferimento *inter alia* a: distribuzione di dividendi e/o riserve; approvazione di piani di stock option e attribuzione di stock option; modifiche dello statuto sociale; aumenti e riduzioni del capitale sociale ai sensi degli artt. 2446 e 2447 del codice civile; trasferimento della sede sociale all'estero; trasformazione della società; fusione e/o scissione della società; introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari; liquidazione o ammissione ad altri procedimenti di analoga natura; emissione di obbligazioni convertibili, di warrants, o di altri strumenti finanziari anche partecipativi, nonché l'adozione e la modifica dei relativi regolamenti; rimborso spese ed eventuale remunerazione degli amministratori, ivi inclusi quelli investiti di particolari cariche; emissione di obbligazioni e adozione dei relativi regolamenti; autorizzazione all'acquisto e alla vendita da parte di [...società B...] di partecipazioni sociali direttamente detenute dalla società, di qualunque valore; autorizzazione all'assunzione di finanziamenti di qualsiasi genere da parte della società per importo superiore ad Euro 500.000; autorizzazione alla prestazione di garanzie da parte della società di qualsiasi genere e natura.

[5] Il Richiedente fa riferimento *inter alia* a ogni delibera relativa all'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento su [...società C...] e all'esercizio del diritto di voto nell'assemblea di [...società C...].

[6] Infatti, secondo lo statuto di [...società B...], in mancanza di decisione unanime da parte dei liquidatori, la lista avrebbe la seguente composizione:

- n. 3 candidati da parte del liquidatore nominato dai soci titolari di azioni di categoria C, ossia [...società E...];
- n. 3 candidati da parte del liquidatore nominato dai soci titolari di azioni di categoria B, ossia [...società D...]; e
- n. 3 candidati da parte del liquidatore nominato dai soci titolari di azioni di categoria A, ossia il Presidente del Consiglio di Amministrazione di [...società A...] (divenuto liquidatore unico) nominato da [...società D...].

[7] Per effetto della conversione automatica prevista dall'art. 5.2 dello statuto sociale di [...società B...], infatti, le azioni di categoria A che [...società D...] verrebbe ad acquisire nel contesto della liquidazione di [...società A...] (pari al 71,50% delle azioni detenute da [...società A...] in [...società B...]) si convertirebbero automaticamente in azioni della medesima categoria di quelle già in possesso di [...società D...], ossia le azioni di categoria B.

[8] Infatti, [...società E...] e [...società D...] manterrebbero il diritto di nominare un membro ciascuno, mentre il terzo componente sarebbe nominato non più dal titolare delle azioni di categoria A (poiché [...società F...] sarebbe titolare di azioni di categoria A pari all'8,72% del capitale sociale di [...società B...], in misura inferiore al 20% richiesto per l'esercizio del diritto di nominare un liquidatore), ma dall'assemblea ordinaria con le maggioranze di legge e dunque da [...società D...], che detiene oltre il 50% del capitale sociale di [...società B...].

[9] Le azioni di categoria A assegnate ad [...società F...] nel contesto della liquidazione di [...società A...], pari all'8,72% del capitale sociale di [...società B...], non consentono l'esercizio dei poteri di veto e diritti di *governance* che lo statuto sociale di [...società B...] riconosce alle sole categorie di azioni che rappresentino almeno il 20% del capitale sociale della stessa [...società B...].

[10] Ciò che conta ai fini dell'analisi non è solo il controllo sulla *holding* in quanto tale, ma il controllo sulla *holding* con riferimento a quegli aspetti che consentono di orientare la gestione della quotata di cui la *holding* detiene il controllo.