

**Comunicazione Consob 13 novembre 2013 n. DIE/DCG/0089130**

inviata allo studio legale ....

**OGGETTO: Quesito in merito all'applicabilità della disciplina dell'offerta pubblica di prodotti finanziari ad azioni emesse da [... società A ...] e distribuite ad azionisti di [... società B ...] residenti in Italia**

Con nota del [...], integrata con successive note del [...], codesto Studio legale, in nome e per conto di [... società A ...], società di diritto statunitense, quotata al Nasdaq ed al NYSE [... omissis...], ha illustrato alla Scrivente un'operazione di compravendita azionaria tra la Società e [... società B ...], società di diritto inglese quotata presso il LSE, di una partecipazione del [...]% del capitale di [... società C ...] (società di diritto statunitense non quotata in borsa), per un corrispettivo complessivo di [...] dollari USA, di cui è prevista la parziale distribuzione agli azionisti, anche italiani, di [... società B ...].

In particolare, in esecuzione di un contratto di compravendita azionaria stipulato il [...] (“Contratto”), [... società B ...] cederà a [... società A ...] la propria partecipazione nella [... società C ...], pari al [...] % del capitale di quest'ultima, ad un corrispettivo di [...] dollari USA (mld \$). Tale corrispettivo include una parte in contante (per ...) ed una parte in azioni di [... società A ...] di nuova emissione (per ...) [... omissis ...].

Il Contratto prevede che le Azioni [... società A ...] siano assegnate gratuitamente agli azionisti [... società B ...] (l'“Operazione”), secondo tre modalità alternative di seguito specificate; è prevista, inoltre, la distribuzione agli azionisti [... società B ...] di una parte del corrispettivo in contante (“Contante Distribuito”).

La prima modalità prevede che l'Operazione si realizzi tramite il ricorso ad uno *Scheme of Arrangement* (lo “Schema”), procedura di diritto inglese disciplinata dalla *Part 26 del Companies Act 2006* del Regno Unito, la cui efficacia è condizionata all'approvazione da parte dell'Assemblea dei soci [... società B ...] con un quorum del [...] % del capitale con diritto di voto<sup>1</sup>.

In caso di approvazione [... società B ...] emetterà gratuitamente a favore dei propri azionisti azioni di classe B e di classe C prive di diritto di voto. Le due classi di azioni citate, ai sensi dello Schema, si differenziano unicamente in funzione del regime fiscale applicabile: le azioni di classe B risulteranno soggette ad imposizione sul reddito da capitale, le azioni di classe C saranno invece soggette ad imposizione sul reddito.

Entrambe le categorie sono destinate ad essere sostituite da Azioni [... società A ...] e Contante Distribuito ed in particolare:

---

<sup>1</sup> Lo *Scheme of Arrangement*, oltre a dover essere approvato da una maggioranza qualificata dell'Assemblea dei soci [... società B ...] dovrà essere omologato dall'Autorità giudiziaria inglese competente. Intervenuta la decisione di omologa dell'Autorità giudiziaria, le obbligazioni nascenti dal Contratto e richiamate dallo Schema, ivi inclusa la distribuzione delle Azioni [... società A ...] agli azionisti [... società B ...], diverranno efficaci nei confronti di questi ultimi. L'esecuzione dello Schema comporta così un assetto di natura trilaterale, in base al quale [... società A ...] assume l'obbligo di emettere le nuove azioni direttamente a favore degli azionisti [... società B ...].

- in caso di scelta di azioni di classe B, dette azioni verranno annullate o riacquistate al valore nominale a fronte dell'ammontare concordato di Azioni [... società A ...] e Contante Distribuito;
- in caso di scelta di azioni di classe C, l'azionista riceverà l'ammontare concordato di Azioni [... società A ...] e Contante Distribuito a titolo di dividendo straordinario e le azioni di classe C saranno successivamente annullate.

Tanto nel caso di azioni di classe B quanto nel caso di azioni di classe C, tali *bonus-shares* risultano funzionali all'assegnazione delle Azioni [... società A ...] agli Azionisti [... società B ...] che, a prescindere dalla scelta compiuta, riceveranno sempre il medesimo quantitativo di Azioni [... società A ...] e Contante Distribuito. È stato precisato che, in assenza di scelta espressa, l'azionista [... società B ...] riceverà azioni di classe C.

La seconda ipotesi, ai sensi del Contratto, prevede che ove lo Schema non venisse attuato entro la data prestabilita, l'Assemblea dei soci di [... società B ...] sarebbe chiamata a deliberare, con il voto favorevole della maggioranza delle azioni con diritto di voto, la distribuzione da parte di [... società B ...] di un dividendo in natura sotto forma di Azioni [... società A ...], dopo che queste siano state emesse, attribuite come corrispettivo a [... società B ...] e trasmesse per la distribuzione agli Azionisti [... società B ...] ad un agente nominato da [... società B ...]; l'agente così nominato provvederebbe alla distribuzione delle Azioni [... società A ...] agli Azionisti [... società B ...] in pagamento del dividendo deliberato ("Compravendita Azionaria"). In tale ipotesi l'unico regime fiscale applicabile è quello della tassazione sul reddito.

In entrambe le ipotesi summenzionate nessun azionista di [... società B ...] può scegliere di non ricevere Azioni [... società A ...]; l'unica decisione che potrà assumere riguarda come votare alle Assemblee dei soci.

Infine, la terza ed ultima ipotesi concerne le giurisdizioni in cui la distribuzione di Azioni [... società A ...] sia *contra legem* ovvero risulti troppo oneroso "adempiere agli obblighi posti dalla normativa locale"; in tal caso le azioni [... società A ...] saranno vendute sul mercato per il tramite di un intermediario a ciò delegato e gli azionisti [... società B ...] riceverebbero il denaro ricavato dalla suddetta vendita.

Codesto Studio legale ha altresì rappresentato che [... società A ...] richiederà l'ammissione a quotazione delle Azioni [... società A ...] al Listino Ufficiale dell'*United Kingdom Listing Authority* ('UKLA') e alla negoziazione sul mercato principale del *London Stock Exchange* attraverso la pubblicazione nel Regno Unito di un prospetto di quotazione.

Tenuto conto che gli azionisti residenti in Italia di [... società B ...] sono più di 150, con la nota in parola è stato richiesto l'orientamento della Consob in ordine (i) alla non riconducibilità della distribuzione di azioni agli azionisti [... società B ...] secondo le modalità descritte ad un'offerta pubblica di sottoscrizione o vendita di prodotti finanziari nonché ad un'offerta pubblica di acquisto o di scambio; (ii) alla passaportabilità o meno del prospetto di quotazione che sarà pubblicato a cura di [... società A ...] nel Regno Unito.

\* \* \*

In relazione a quanto sinteticamente esposto, si formulano le seguenti considerazioni.

Preliminarmente, si osserva che l'art. 1, comma 1, lett. t) D. Lgs. 58/98 (TUF) ha introdotto la definizione di offerta al pubblico posta dall'art. 2, par. 1, lett. (d) della Direttiva 2003/71/CE ('Direttiva Prospetto'), nozione che, in precedenza, non risultava armonizzata nell'ordinamento dell'Unione Europea. Tale definizione identifica un'offerta al pubblico di strumenti finanziari in *"ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati"*.

La vigente definizione di offerta al pubblico di strumenti finanziari presuppone che il singolo investitore sia chiamato ad assumere un'autonoma decisione di investimento. L'obbligo del prospetto informativo che ne consegue ha quindi la finalità di consentire che l'investitore assuma consapevolmente, in maniera adeguatamente informata, la propria decisione individuale di investimento. Non è, pertanto, configurabile un'offerta al pubblico in presenza di operazioni che, pur avendo ad oggetto la sottoscrizione di prodotti finanziari, non consentono al sottoscrittore di accettare individualmente la proposta, in quanto prevedono che essa si perfezioni con l'approvazione della medesima ad opera di una parte dei destinatari e che, qualora siano raggiunte determinate maggioranze, essa sia vincolante per tutti i soggetti destinatari della proposta stessa, ancorché assenti o dissenzienti.

Sulla base delle informazioni fornite da codesto Studio, si rileva che nel caso di specie la distribuzione delle Azioni [... società A ...] ai soci [... società B ...], secondo le modalità previste sia dallo Schema sia dalla Compravendita Azionaria, non consente loro né di accettare individualmente una proposta di investimento né alcuna scelta in merito agli strumenti finanziari da sottoscrivere.

Infatti, le previste modalità di distribuzione delle Azioni [... società A ...] non consentono all'oblatore di accettare individualmente la proposta, in quanto prevedono che quest'ultima si perfezioni con l'approvazione da parte di una maggioranza dei destinatari e che tale decisione sia vincolante per tutti i soggetti destinatari della proposta stessa, ancorché assenti o dissenzienti. Viene a mancare dunque l'elemento della decisione individuale di investimento presupposto dalla vigente definizione di offerta al pubblico di prodotti finanziari.

Si osserva, inoltre, che il quesito sottoposto riguarda una distribuzione o assegnazione da parte di [... società B ...] di Azioni [... società A ...] ai propri azionisti senza alcun corrispettivo, né in denaro né in azioni.

Ne segue che, oltre a non essere ravvisabile una scelta individuale d'investimento da parte dell'Azionista [... società B ...], è assente anche un corrispettivo della sottoscrizione (nel caso dello Schema) o dell'acquisto (nel caso della Compravendita Azionaria) delle Azioni [... società A ...].

In proposito il paragrafo n. 6 relativo alle offerte gratuite del Documento ESMA/2013/594 (*Question and Answers – Prospectuses - 20<sup>th</sup> update - October 2013*), richiamato anche da codesto Studio Legale, indica che *"nell'ipotesi di assegnazione di strumenti finanziari (quasi sempre gratuita), laddove non ci sia alcun elemento di scelta da parte del destinatario, ivi compreso il diritto di rifiutare la distribuzione, non vi è offerta al pubblico di strumenti finanziari"* secondo la definizione dell'art. 2.1, lett. d), della Direttiva Prospetto.

L'elemento di gratuità che emerge dalla distribuzione delle Azioni [... società A ...] deve intendersi come effettivo, ossia non deve ravvisarsi alcun corrispettivo, neanche implicito, che possa, al contrario, configurare un reinvestimento da parte degli Azionisti [... società B ...], con l'Operazione sopra descritta, di dividendi nella forma di azioni.

L'assegnazione o distribuzione di azioni [... società A ...], sotto un profilo strettamente economico, costituisce una modalità con cui [... società B ...] distribuisce immediatamente ai propri azionisti una parte dei proventi derivanti dalla vendita di Azioni [... società A ...] e che altrimenti sarebbero stati acquisiti al proprio patrimonio.

Non si può escludere in astratto che ciò possa rientrare in una specifica politica di distribuzione dei dividendi che possa portare gli Azionisti [... società B ...] a percepire in futuro minori dividendi. Anche in tale ipotesi, tuttavia, non si verserebbe in una situazione in cui gli Azionisti [... società B ...] dispongono di un'opzione a reinvestire i propri dividendi in azioni né sarebbe individuabile comunque un corrispettivo attuale ed effettivo a fronte dell'Operazione in argomento.

Codesto Studio Legale ha, allo scopo, dichiarato l'assenza, di fatto, nello Schema e nella Compravendita Azionaria di ogni valenza compensativa e satisfattiva di partite creditorie degli Azionisti [... società B ...] verso la [... società B ...].

Si ritiene, quindi, che l'assegnazione di azioni [... società A ...] ai soci [... società B ...], come descritta dallo Studio Legale, esuli dal campo di applicazione della disciplina dell'offerta pubblica di sottoscrizione e vendita di prodotti finanziari.

\* \* \*

In merito alla riconducibilità dell'operazione descritta ad un'offerta pubblica di scambio ai sensi del TUF, si formulano le seguenti considerazioni che tengono conto, oltre agli elementi già precedentemente posti in luce, del profilo della finalità dell'iniziativa e della struttura negoziale che caratterizzano l'operazione.

In base alla definizione posta dall'art. 1, comma 1, lett. v) del TUF si ha offerta pubblica di acquisto o scambio in "ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari" rivolta ad un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli individuati dalla Consob in via regolamentare.

Ai fini della presente valutazione, ciò che può essere astrattamente riconducibile alla predetta nozione attiene unicamente alla fase dell'operazione consistente nella cessione da parte degli Azionisti [... società B ...] delle *bonus-shares* a [... società B ...], a fronte di denaro e Azioni [... società A ...]. Con riferimento agli altri profili dell'operazione rappresentata, infatti, l'assegnazione delle Azioni [... società A ...] agli Azionisti [... società B ...] manca di qualsiasi connotazione direttamente riconducibile ad un'offerta pubblica di scambio, in quanto il pubblico di soggetti risulta acquirente e non cedente di prodotti finanziari.

In primo luogo, per quanto attiene alla finalità dell'iniziativa, dal quesito in esame emerge che le *bonus-shares* risultano funzionali esclusivamente alla realizzazione dell'assetto definito nello *Scheme of Arrangement* e quindi all'assegnazione delle Azioni [... società A ...] e del Contante Distribuito; pertanto, la

dismissione delle stesse da parte degli Azionisti [... società B ...] non costituisce un disinvestimento, ma soltanto uno strumento per la ricezione di una *datio*. Non si ravvisa, dunque, quell'esigenza di tutela del pubblico, sottesa alla disciplina legislativa richiamata, volta a garantire la consapevole valutazione del corrispettivo a fronte di una scelta individuale di disinvestimento di prodotti finanziari.

Inoltre, come già rilevato, il quesito riguarda una distribuzione o assegnazione da parte di [... società B ...] di Azioni [... società A ...] ai propri azionisti senza alcun corrispettivo, né in denaro né in azioni, da parte degli Azionisti [... società B ...] e, quindi, l'assenza, di fatto, di qualsiasi valenza compensativa e satisfattiva di partite creditorie degli stessi nei confronti di [... società B ...].

Sotto il profilo dell'assetto negoziale, poi, nell'operazione di riconsegna delle *bonus-shares* e di attribuzione delle Azioni [... società A ...] agli Azionisti [... società B ...], in ciascuna delle modalità previste, non si è in presenza di un invito rivolto agli Azionisti [... società B ...] affinché gli stessi formulino una proposta negoziale.

A ben vedere, infatti, la dinamica "negoziale" risulta, in definitiva, estranea alla fattispecie in esame, atteso che la cessione delle *bonus-shares* costituisce meramente la fase esecutiva di un accordo intervenuto nell'ambito di *Scheme of Arrangement*.

Alle medesime conclusioni si perviene anche ove si ragioni in termini di "anticipazione" della possibile "offerta" al momento in cui l'Operazione, e la definizione dello *Scheme of Arrangement* da essa previsto, siano presentate agli Azionisti [... società B ...] destinatari delle Azioni [... società A ...] e, quindi, al momento in cui agli stessi soggetti siano fornite le informative relative alle assemblee destinate all'approvazione dell'Operazione e dello *Scheme of Arrangement*.

Al riguardo, si richiama quanto già espresso dalla Consob sul tema della "*consent solicitation*", da cui risulta che elemento indefettibile delle offerte pubbliche di acquisto e scambio è l'accettazione della proposta da parte di ogni singolo oblatore, escludendo così operazioni che prevedono l'approvazione di una delibera da parte dei destinatari della proposta, vincolante anche nei confronti di eventuali assenti o dissenzienti qualora siano raggiunte determinate maggioranze .

Si ritiene, dunque, che l'assegnazione di azioni [... società A ...] ai soci [... società B ...] sia parimenti esclusa dall'ambito di applicazione della disciplina in materia di offerta pubblica di acquisto o scambio.

\* \* \*

In conclusione, si ritiene che la fattispecie rappresentata esuli dal campo di applicazione della disciplina dell'appello al pubblico risparmio di cui Capi I e II Titolo II della Parte IV del TUF.

Quanto al prospetto di quotazione delle Azioni [... società A ...] che sarà approvato dall'UKLA, non è neppure ravvisabile un obbligo di notifica alla Consob dell'approvazione da parte della competente Autorità inglese del prospetto di quotazione delle Azioni [... società A ...] in considerazione del fatto che è prevista un'unica ammissione a quotazione in Europa e precisamente nel Regno Unito e non anche in Italia.

\* \* \*

Fermo quanto sopra considerato, si rammenta a codesto Studio legale che, nel quadro normativo definito dalla Direttiva 2004/109/CE (c.d. Direttiva *Transparency*), gli azionisti italiani di [... società B ...], società UE quotata su un mercato regolamentato, dovranno poter beneficiare del medesimo patrimonio informativo messo a disposizione degli azionisti residenti nel Regno Unito e che tali informazioni dovranno essere adeguate. Le informazioni relative ad un emittente quotato nel Regno Unito possono essere diffuse, ai sensi della citata direttiva, nella lingua del relativo Stato membro di origine, che in tale caso è l'inglese, tramite i sistemi di diffusione nazionali (nel caso di specie il *Regulatory Information Service - RIS*), modalità ritenuta adeguata per un'effettiva *disclosure* a livello europeo.

Analoghe considerazioni valgono per il prospetto di quotazione delle azioni [... società A ...] presso il *London Stock Exchange*, che, ai sensi della Direttiva Prospetto, può essere redatto e pubblicato anche soltanto in lingua inglese e, in assenza di passaportazione, come sopra rilevato in merito alla fattispecie esaminata, non è provvisto di traduzione della nota di sintesi nella lingua del Paese ospitante, ove da questo richiesta (come nel caso dell'Italia).

Si ritiene, di conseguenza, al fine di assicurare il rispetto del quadro normativo vigente nell'Unione europea, che quanto riferito da codesto Studio Legale in merito alla previsione di mettere tempestivamente a disposizione di tutti gli azionisti [... società B ...], mediante l'invio di copia cartacea e pubblicazione sul sito internet di [... società B ...], di una circolare informativa ("*Offering Circular*") con informazioni ampie e dettagliate sull'Operazione, sui suoi effetti e sul corrispettivo dovuto da [... società A ...], redatta secondo le *Listing Rules* dell'UKLA e contenente anche gli elementi informativi previsti dalla '*Part 26*' del *Companies Act del 2006*, debba trovare effettiva e puntuale applicazione.

IL PRESIDENTE  
Giuseppe Vegas