

Comunicazione Consob DCG/13018732 del 6 marzo 2013

inviata alla Atlantia s.p.a., alla Gemina s.p.a. e, p.c., agli studi legali ...

OGGETTO: Fusione Gemina/Atlantia - Richiesta di parere in merito all'applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria.

Si fa riferimento alla nota del [...], con cui codesti Studi, in nome e per conto di Atlantia S.p.A. e Gemina S.p.A., hanno chiesto alla Consob se in relazione all'operazione di fusione in oggetto si possano configurare o meno i presupposti per l'applicazione della disciplina in materia di Opa obbligatoria di cui all'art. 106 del D.Lgs. 58 del 1998 ("Tuf").

L'operazione in questione consiste nell'integrazione tra Atlantia S.p.A. ("**Atlantia**") e Gemina S.p.A. ("**Gemina**"), società entrambe quotate sul Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana S.p.A. (MTA), da attuarsi mediante la fusione per incorporazione di Gemina in Atlantia (la "**Fusione**").

I. Premessa

Entrambe le società interessate dall'operazione sono partecipate da Sintonia S.p.A., che controlla di fatto Atlantia con una partecipazione del 47,96% e detiene il 35,93% del capitale di Gemina.

Inoltre, sia Gemina che Sintonia sono interessate da due patti parasociali, rilevanti ai sensi dell'art. 122 del Tuf. In particolare:

- alcuni azionisti di Gemina partecipano ad un patto parasociale (di seguito, "**Patto Gemina**") che vincola circa il 42% del capitale sociale, e aggrega complessivamente, anche tenuto conto delle azioni non sindacate, circa il 67% del capitale. Il suddetto patto, che non può essere tacitamente rinnovato, scadrà il 25 marzo p.v.;
- tutti gli azionisti di Sintonia, compresa la controllante Edizione S.r.l., partecipano ad un patto parasociale ("**Patto Sintonia/Atlantia**") che interessa tutte le azioni Sintonia e, indirettamente, anche le azioni Atlantia da essa detenute o che saranno detenute da Sintonia.

Per effetto della Fusione, in relazione alla quale non è stato attualmente ancora individuato un preciso rapporto di concambio, potrebbero verificarsi le seguenti variazioni nell'azionariato delle due holding quotate:

- Sintonia, per effetto della concomitante partecipazione in Gemina e in Atlantia, dovrebbe subire una modesta diluizione della partecipazione detenuta nella società risultante dall'operazione di Fusione rispetto a quanto oggi, *ante* Fusione, detiene in Atlantia;

- allo stesso tempo, la partecipazione che Sintonia verrebbe ad avere in Atlantia *post* Fusione sarebbe superiore per più del 5% rispetto all'attuale 35,93% detenuto in Gemina prima dell'operazione di integrazione.

Gli Studi Legali chiedono se:

- in conseguenza della Fusione – sorga in capo a Sintonia, l'obbligo di offerta pubblica di acquisto “da consolidamento” ai sensi dell'art. 106, comma 3 lett. b) del Tuf;
- con riferimento al patto Gemina, se, in caso di rinnovo alla scadenza, possano sorgere, in ragione della sua esistenza, i presupposti per l'applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria.

II. Considerazioni

1) Considerazioni in merito all'applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria alla fusione

Con riferimento al primo quesito posto, ovvero agli eventuali riflessi che l'operazione di fusione potrebbe avere sulla disciplina dell'Opa obbligatoria si osserva quanto segue.

Gli Studi Legali escludono la rilevanza dell'operazione ai fini dell'applicabilità della suddetta disciplina sulla base delle seguenti argomentazioni:

- la fusione per incorporazione di Gemina in Atlantia determinerà *“la compenetrazione dei patrimoni, delle strutture organizzative e delle compagini sociali delle singole entità alla stessa partecipanti, e la concomitante estinzione della società incorporata - i cui titoli sono oggetto di annullamento - quale autonomo soggetto giuridico”*;
- l'eventuale acquisto rilevante ai fini dell'applicazione della disciplina dell'Opa da consolidamento di cui all'art. 106, comma 3, lett. b) del Tuf ed all'art. 46 del Regolamento Emittenti (“RE”) avverrebbe solo ad esito dell'iscrizione dell'atto di fusione nel Registro delle Imprese, cui consegue l'efficacia della Fusione medesima;
- ad esito della Fusione, la società i cui titoli dovrebbero formare oggetto dell'offerta (Gemina) cesserebbe di esistere quale soggetto giuridico autonomo, venendo pertanto meno il “presupposto di applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria”;
- l'insussistenza nel caso di specie dell'obbligo di Opa deriverebbe anche dall'assenza di un danno per gli azionisti di Gemina, i quali sarebbero parimenti garantiti dalla disciplina civilistica in tema di fusione e dalle garanzie connesse alla disciplina relativa alle operazioni con parti correlate.

A sostegno di quanto affermato viene richiamata la comunicazione Consob n. DEM/2056128 del 7 agosto 2002, nella quale, era stata individuata un'ipotesi in cui riscontrava un'impossibilità concreta di applicare la disciplina dell'Opa obbligatoria: il caso di fusione per incorporazione in cui la quotata, nel cui capitale viene superata la soglia rilevante, cessa di esistere per effetto della fusione per incorporazione perché viene assorbita da un'altra società. La Consob aveva puntualizzato che pur sussistendo in linea teorica i presupposti di applicabilità dell'Opa obbligatoria, vi era tuttavia un'impossibilità concreta determinata dalla mancanza del necessario presupposto per procedere all'Opa obbligatoria, cioè l'esistenza della società i cui titoli devono essere oggetto dell'offerta obbligatoria o, meglio, l'esistenza stessa dei titoli sui quali l'Opa obbligatoria avrebbe dovuto essere promossa.

Tale comunicazione viene richiamata nel presupposto che le conclusioni cui la Consob è giunta rimangano invariate anche a seguito delle modifiche apportate all'art. 49, comma 1, lett. g, del RE, che attualmente prevede che l'esenzione dall'obbligo di Opa in caso di acquisti conseguenti ad operazioni di fusione sia soggetta a *whitewash*.

Al riguardo, si osserva che anche nel caso in esame, così come nella fattispecie oggetto della citata Comunicazione, in linea teorica si potrebbe sostenere la configurabilità di un'Opa obbligatoria. Per effetto della prospettata operazione di Fusione, infatti, gli azionisti di minoranza di Gemina vedono mutare la loro posizione rispetto all'assetto di controllo della società in cui partecipano *pre* e *post* Fusione: Gemina aveva infatti come principale azionista Sintonia con circa il 35%, la quale, a sua volta, partecipava ad un patto parasociale che esprimeva un controllo coalizionale, mentre Atlantia dopo la Fusione avrà come principale azionista la medesima Sintonia che eserciterà un controllo (di fatto) individuale. Tale partecipazione, secondo quanto riportato dal quesito, sarebbe superiore di almeno il 5% a quella detenuta in Gemina, così configurandosi la situazione delineata dall'art. 46 del RE in materia di Opa da consolidamento.

Tuttavia se anche si ravvisasse in tale situazione l'applicabilità di un obbligo di Opa da consolidamento in concreto l'Opa dovrebbe avere ad oggetto le azioni Gemina, azioni che vengono annullate per effetto della Fusione con la conseguenza che viene meno l'oggetto stesso dell'offerta.

Più precisamente, l'obbligo di Opa non sussiste in quanto il Tuf impone l'Opa obbligatoria sulle azioni della società in cui viene superata la soglia rilevante, azioni che, nel caso concreto, vengono annullate per effetto della Fusione, con la conseguenza che viene a mancare quello che nel sistema delineato dal Tuf dovrebbe essere l'oggetto dell'offerta obbligatoria.

Tuttavia, si rappresenta che, anche in ipotesi di fusione per incorporazione andrebbe affrontato il tema dell'applicabilità dell'obbligo di Opa laddove l'operazione avesse in concreto una finalità elusiva della disciplina *de qua*: circostanza che potrebbe verificarsi ad esempio nel caso in cui la società incorporante fosse una "scatola vuota" e la fusione fosse lo strumento utilizzato al solo fine di consentire il superamento di una soglia rilevante nell'incorporata quotata senza procedere all'offerta. In questo caso le azioni dell'incorporante sono in realtà le azioni dell'incorporata, di cui ripetono tutto il loro valore, e vi è una sostanziale sovrapposibilità tra la società incorporante e quella incorporata.

Non incide sulla valutazione di non applicabilità dell'obbligo di Opa al caso in questione la modifica della normativa previgente in materia di esenzione dall'obbligo di Opa in conseguenza di una fusione, che lega l'esenzione al *whitewash*. Sebbene infatti anche in una fattispecie del genere il meccanismo del *whitewash* rimane concretamente esperibile nelle assemblee di entrambe le società coinvolte, dal momento che si colloca a monte della fusione per incorporazione, tuttavia il *whitewash* in questa materia è configurato dal regolatore come una fattispecie di esenzione dall'Opa obbligatoria, che, di conseguenza presuppone, la possibilità teorica e concreta di dar luogo all'Opa, condizione che per quanto si è detto prima non esiste nella situazione prospettata.

Posto e considerato quanto sopra, in riferimento al caso di specie, si può concludere che a fronte della Fusione per incorporazione di Gemina in Atlantia, non emerge, in relazione alla società incorporata, nessun profilo di applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria.

Rimane fermo che, nel caso in cui al momento della Fusione si dovesse realizzare da parte di qualsivoglia azionista, il superamento di una soglia rilevante nella società incorporante, emergerebbe un problema di applicabilità della disciplina *de qua* con riferimento a tale società.

2) Considerazioni in merito al Patto Gemina

Nella seconda parte del quesito, gli Studi hanno chiesto se, in caso di rinnovo del patto Gemina - come anticipato il patto scadrà il 25 marzo p.v., dunque successivamente all'eventuale approvazione del progetto di Fusione da parte dei Cda delle holding *de quibus* (che dovrebbe avvenire, secondo le intenzioni prospettate dalle società, l'8 marzo p.v.) ma, prima dell'approvazione assembleare dell'atto di Fusione e della conclusione dell'operazione -, l'esistenza di tale accordo possa avere rilevanza ai fini dell'applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria.

In proposito, gli Studi Legali profilano due distinte ipotesi:

- tutti gli attuali partecipanti al patto all'unanimità potrebbero decidere di *"prorogare"* il patto Gemina fino alla data delle assemblee che dovrebbero deliberare la Fusione o, al più tardi, fino alla data di perfezionamento dell'operazione;
- non tutti ma solo alcuni degli attuali paciscenti – fra cui Sintonia e Mediobanca - potrebbero ritenere di confermare la loro partecipazione al patto.

In relazione alla prima ipotesi, gli Studi Legali osservano che in tal caso, posto che il contenuto del patto rimarrebbe inalterato – eccetto l'eventuale previsione della facoltà per alcuni dei partecipanti, diversi da Sintonia e Mediobanca, di alienare sul mercato le azioni sindacate successivamente alle assemblee che abbiano, in ipotesi, deliberato la Fusione - non si verificherebbe alcun cambiamento negli assetti di governo di Gemina e, pertanto, non si porrebbero i presupposti per il sorgere dell'obbligo di Opa.

In relazione, invece, alla seconda ipotesi, gli Studi Legali affermano che nel caso in cui almeno quattro pattisti su sei, fra cui Sintonia e Mediobanca, decidano di prorogare la durata del patto e di confermare la loro partecipazione, non si avrebbe comunque alcuna novazione del Patto Gemina né un'alterazione degli equilibri che ne governano il funzionamento, cioè *"indipendentemente dal numero di azioni sindacate detenute dal pattista uscente o dai due pattisti uscenti (purché diversi, come detto, da Sintonia e Mediobanca)."*

Tali affermazioni vengono motivate sulla base di due diversi assunti: i) le deliberazioni dell'organo direttivo del Patto sono assunte a maggioranza qualificata, e tale maggioranza deve essere formata da almeno tre pattisti; dunque, Sintonia e Mediobanca, *"pur conservando individualmente una prerogativa di veto sulle decisioni della Direzione, continuerebbero a essere prive del potere di assumere, anche congiuntamente, le predette decisioni"*; ii) *"nessuno dei pattisti superstiti diversi da Sintonia e Mediobanca arriverebbe a detenere una quota di azioni sindacate superiore al 25% e ad acquistare, dunque, un potere di veto sulle decisioni della Direzione di cui oggi non dispone."*

A parere degli Studi Legali, dunque, in entrambe le ipotesi di *"proroga"* prospettate, si applicherebbe l'orientamento della Consob secondo il quale le modifiche che attengano unicamente alla composizione

soggettiva del patto comportano l'insorgenza di un obbligo di Opa solo nel caso in cui si abbia *“un mutamento del soggetto controllante ovvero l'acquisizione da parte di un nuovo soggetto di una posizione differenziata rispetto agli aderenti in grado di consentirgli un'influenza rilevante sulle decisioni del Patto, e pertanto comportino una vera e propria novazione dell'accordo parasociale”* (Comunicazione DEM 9023135 del 16 marzo 2009).¹

Viene, dunque, chiesta conferma in merito all'orientamento fino ad oggi seguito ed all'applicabilità alla fattispecie in questione.

Con riferimento alle varie ipotesi relative al rinnovo del patto Gemina, si rileva che, sulla base di quanto prospettato e per le considerazioni di seguito svolte, non sembra si possano creare i presupposti per affermare l'esistenza di un obbligo di Opa.

Ove, infatti, anche a fronte dell'eventuale decisione di alcuni soci di uscire dal patto, non vengano modificate le modalità deliberative e venga, in particolare, mantenuta la regola secondo la quale la maggioranza qualificata del 75% delle azioni sindacate, richiesta per le principali delibere dell'organo direttivo, deve essere necessariamente espressa da almeno tre partecipanti, non si verificherebbero mutamenti rilevanti a livello di assetto di poteri all'interno del patto.

Ad oggi, infatti, Sintonia e Mediobanca detengono congiuntamente circa il 71,4% delle azioni sindacate (rispettivamente, Sintonia il 43,51% e Mediobanca il 27,89%) dunque, qualora anche uno solo fra gli altri partecipanti al patto decidesse di non aderire al rinnovo, la loro partecipazione potrebbe aumentare fino ad arrivare alla quota del 75% della quota sindacata, ovvero alla maggioranza sufficiente per imporre la propria volontà all'interno del patto e, di riflesso, per influire sulla *governance* e la gestione di Gemina. Tuttavia, tale predominanza a livello di potere deliberativo è, ad oggi, ostacolata dalla previsione secondo la quale per il raggiungimento della suddetta maggioranza vi deve essere il consenso di almeno un altro partecipante, diverso da Sintonia e Mediobanca.

Come gli Studi Legali hanno evidenziato nel quesito, in materia di modifiche della composizione soggettiva dei patti parasociali e delle eventuali conseguenze in termini di Opa obbligatoria, vi sono una serie di comunicazioni che la Consob ha emesso in relazione a fattispecie analoghe², secondo le quali i mutamenti meramente soggettivi sono tendenzialmente irrilevanti qualora non vadano a modificare sostanzialmente gli assetti di controllo interni al patto. In particolare, nelle citate comunicazioni viene affermato che rilevano ai fini dell'applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria solamente le modifiche sostanziali dell'oggetto del patto, delle scadenze temporali, delle regole di funzionamento dello stesso, o, in generale, i mutamenti che determinino cambiamenti *“negli assetti di controllo di una società quotata, tali da far ritenere che si sia in presenza di un patto nuovo e diverso dal precedente”*. Dunque, come ribadito nella più

¹ Vengono, inoltre, citate anche altre comunicazioni conformi- DEM/9023135 del 16 marzo 2009; DIS/99061705 del 13 agosto 1999; DEM/DCL7096246 del 26 ottobre 2007; DEM/7103030 del 20 novembre 2007; DEM/8085779 del 17 settembre 2008; DEM/10064646 del 22 luglio 2010.

² In particolare, la Commissione, fin dal 1999 con le comunicazioni DIS/99061705 del 13 agosto e DIS/9024712 del 31 marzo, ha inaugurato un orientamento, confermato poi da numerose e più recenti comunicazioni – fra le quali, DAL/38036 del 18 maggio 2000; DEM/2010342 del 14 febbraio 2002; DEM/2042919 del 14 giugno 2002; DEM/DCL/7096246 del 26 ottobre 2007; DEM/7103030 del 20 novembre 2007; DEM/8085779 del 17 settembre 2008; DEM/9023135 del 6 marzo 2009; DEM/10064646 del 22 luglio 2010.

recente comunicazione DEM 9023135 del 2009, sono ritenute rilevanti unicamente le modifiche che *“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 un’influenza rilevante sulle decisioni del Patto, e pertanto comportino una vera e propria novazione dell’accordo parasociale”*.

Posto che, sulla base di quanto affermato dagli Studi Legali, i) viene escluso il caso di mancato rinnovo del patto e ii) si assume, come dato pressoché certo, che Sintonia e Mediobanca, assieme a quantomeno altri due partecipanti, confermino la loro partecipazione, si può concludere che, qualora il contenuto sostanziale del patto Gemina rimanga immutato e non vengano, dunque, alterati gli assetti di poteri interni ad esso, non si possano ravvisare i presupposti per ipotizzare un obbligo di Opa ai sensi dell’art. 109 del Tuf.

Occorre inoltre considerare che i presupposti concorrenti che devono realizzarsi perché possa sorgere un obbligo di Opa in capo ai partecipanti ad un patto parasociale sono:

- il superamento delle soglie rilevanti di cui agli artt. 106 e 108 del Tuf;
- la conclusione, nei dodici mesi che precedono la stipulazione del patto, di acquisti rilevanti ai fini del superamento delle soglie.

Dunque, anche qualora, in sede di rinnovo del patto Gemina si dovessero verificare, contrariamente a quanto affermato dagli Studi Legali, modifiche rilevanti che comportino mutamenti negli assetti di controllo - consentendo, ad esempio a Sintonia e Mediobanca di prendere decisioni a maggioranza qualificata- tale circostanza in mancanza di acquisti rilevanti realizzati dai paciscenti nei 12 mesi precedenti alla stipulazione, non sarebbe sufficiente ai fini del sorgere dell’obbligo di Opa ai sensi dell’art. 109 del Tuf. Al riguardo, si prende atto del fatto che gli Studi Legali non fanno riferimento ad alcun acquisto effettuato dagli attuali partecipanti al Patto Gemina ma la Consob - sulla base degli elementi di cui attualmente dispone - non è in grado di escludere una simile eventualità, posto che soltanto gli acquisti superiori a determinate percentuali (contemplate dalla vigente disciplina in materia di partecipazioni rilevanti) costituiscono oggetto dell’obbligo di comunicazione.

Nel presupposto che nei dodici mesi antecedenti alla stipulazione del patto, o contestualmente allo stesso, non si siano verificati acquisti rilevanti si conferma che il mero rinnovo del patto, così come configurato nel quesito, non integra la fattispecie dell’obbligo di Opa contemplato dall’art. 109, comma 2, del Tuf.

Per quanto riguarda, infine, le considerazioni svolte dagli Studi in merito alla finalità del rinnovo del Patto Gemina, che secondo quanto affermato, avrebbe *“come unica funzione quella di affiancare il percorso di fusione e di assicurare continuità negli attuali assetti di governo di Gemina sino alla sua incorporazione in Atlantia”* sembra potersi confermare l’evidente funzione di agevolare il buon esito dell’operazione di Fusione e di assicurare continuità, sulla base degli assetti cristallizzati nell’accordo, alla *governance* di Gemina finché essa non venga definitivamente incorporata in Atlantia³.

³ Si può al riguardo rinviare all’orientamento della Consob in merito all’applicabilità dell’esenzione di cui all’art. 49, comma 1, lettera g, in presenza di accordi stipulati per regolamentare la governance della società risultante dalla fusione, o anche di accordi di blocco sulle azioni della medesima società - cfr., Comunicazione DEM/2050754 del 22

Sulla base di quanto rappresentato e considerato, si ritiene che la prospettata operazione, nei termini indicati nel quesito, non rilevi ai fini dell'applicabilità dell'obbligo di Opa.

IL PRESIDENTE
Giuseppe Vegas

luglio 2002; DEM 3043057 del 26 giugno 2003; DEM/DCL 6085619 del 26 ottobre 2006 –; secondo tale orientamento, qualora con la stipulazione di un patto parasociale si addivenga al superamento di una soglia rilevante ai fini dell'applicabilità dell'obbligo di Opa tale obbligo non sorge se i) il patto parasociale risulti “strettamente funzionale alla realizzazione della fusione” e se esso ii) sia stipulato contestualmente alla conclusione degli accordi per il progetto di fusione. Al riguardo si evidenzia, che le comunicazioni citate si riferiscono all'ipotesi di un patto parasociale stipulato ex novo, “contestualmente” agli accordi per la fusione, con il precipuo fine di regolamentare gli assetti societari post fusione, pertanto, si riferiscono ad una fattispecie diversa rispetto a quella configurata.