

**Comunicazione Consob n. DCG/12072931 del 7 settembre 2012**

inviata alla [...società A...], alla [...società B...], alla [...società C...] e agli studi legali ...

**OGGETTO: Risposta a quesito in merito all'applicabilità delle norme di cui all'art. 106 e ss. del D.Lgs. n. 58/98 ad una operazione di rafforzamento della struttura patrimoniale e finanziaria da realizzarsi attraverso un aumento di capitale sociale e la contestuale rinegoziazione di alcuni accordi in essere**

Si fa riferimento al quesito (il "Quesito"), datato ..., presentato alla Commissione dagli studi [...omissis...] (gli "Studi Legali"), nell'interesse di [...società B...] - questa, anche in nome e per conto di [...società D...], [...società C...] e [...società A...] ("..." o la "Società"), in ordine all'applicabilità delle norme di cui all'art. 106 e ss. del D. Lgs. n. 58/98 ("TUF"), nonché delle relative norme regolamentari di cui al Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 ("Regolamento Emittenti" o "RE"), all'operazione di rafforzamento della struttura patrimoniale e finanziaria di [...società A...] da realizzarsi attraverso un aumento di capitale sociale (l'"Aumento di Capitale"), con offerta in opzione ai soci, per un importo massimo di Euro (...), e la contestuale rinegoziazione di alcuni accordi in essere.

Il capitale sociale di [...società A...] risulta suddiviso in una pluralità di soci (i "Soci Diretti") tra i quali figurano [...società E...] e [...società D...] che detengono, rispettivamente il ..., ed il ... del capitale stesso; mentre, il capitale della medesima [...società E...] è detenuto per il ...da [...società F...], per il ...da [...società C...] e per il ... da [...società G...] (i "Soci di [...società E...]").

Con riferimento all'operazione oggetto del Quesito, il suddetto Aumento di Capitale è disciplinato da un accordo quadro (l'"Accordo Quadro"), il quale, viene specificato, non conterrà alcuna previsione che possa incidere sulla governance della Società né, più in generale, alcuna previsione che possa avere natura parasociale ai sensi dell'art. 122 del TUF. Inoltre, è previsto che l'Accordo Quadro perderà efficacia ad esito dell'esecuzione degli impegni di sottoscrizione di cui sopra e del perfezionamento dell'Aumento di Capitale. In tale contesto, i Soci Diretti, [...società F...] e [...società C...] nonché [...società B...] hanno manifestato la propria disponibilità a fornire alla Società le risorse finanziarie sufficienti per procedere al suddetto Aumento di Capitale.

Inoltre, [...società B...] e [...società C...] stipulerebbero un nuovo accordo (il "Nuovo Accordo", e congiuntamente all'Accordo Quadro, gli "Accordi"), in base al quale [...società C...] riceverebbe le risorse finanziarie aggiuntive necessarie perché la stessa possa adempiere ai propri obblighi correlati al suddetto Aumento. Tale accordo disciplina, tra l'altro, le modalità, i termini e le condizioni relative all'estinzione da parte di [...società C...] delle proprie obbligazioni di pagamento nei confronti di [...società B...] con modalità alternative, a seconda del verificarsi di determinate circostanze, e in particolare:

1. in caso di qualsiasi operazione (inclusa, ad esempio, la liquidazione di [...società E...]) per effetto della quale [...società E...]<sup>(1)</sup> trasferisca a favore dei soci, in tutto o in parte, le azioni ordinarie dalla stessa attualmente detenute nel capitale sociale di [...società A...] (l'"Evento di Liquidazione per Azioni"), [...società C...] potrà adempiere i propri obblighi di pagamento, alternativamente, mediante (i) pagamento di un importo per cassa determinato in modo tale da assicurare ad [...società B...] un rendimento stabilito in funzione del momento del pagamento, oltre che del rischio assunto (l'"Importo per Cassa"), oppure mediante (ii) datio in solutum e, in particolare, mediante (x) la costituzione, in favore di [...società B...], dell'usufrutto senza diritto di voto su azioni [...società A...] che verranno acquisite da [...società C...] nel contesto dell'Evento di Liquidazione per Azioni, e (y) la concessione a [...società B...] del diritto ("drag along right"), esercitabile a partire da una certa data e nella misura in cui [...società C...] non abbia estinto l'usufrutto, di chiedere a [...società C...] - che avrà l'obbligo - di cedere la nuda proprietà delle azioni in usufrutto contestualmente alla cessione dello stesso usufrutto ad uno o più soggetti terzi;

2. nel caso di qualsiasi trasferimento, anche parziale, della quota detenuta da [...società C...] in [...società E...] (la [...quota X...]), ovvero la conclusione di un accordo ovvero ancora l'assunzione di un impegno unilaterale vincolante, in qualsiasi forma stipulato od assunto, aventi ad oggetto il trasferimento, anche parziale, della [...quota X...] (l'["evento Y...]), [...società C...] dovrà corrispondere a [...società B...] un importo in denaro pari alla maggiore somma tra un importo minimo (determinato in modo analogo all'Importo per Cassa) ed il corrispettivo pagato ad [...società C...]. Nel caso in cui quest'ultimo ecceda l'importo minimo, è previsto che l'eccedenza venga distribuita tra [...società B...] e [...società C...] secondo percentuali variabili prestabilite;

3. in caso di qualsiasi operazione per effetto della quale [...società E...] trasferisca a terzi (non soci) parte della o tutta la partecipazione di [...società E...] in [...società A...] (l'"Evento di Liquidazione per Cassa"), [...società C...] sarà tenuta ad adempiere i propri obblighi di pagamento mediante corresponsione a [...società B...] di un importo in denaro, che potrebbe essere anche inferiore a quello che potrebbe essere calcolato sulla scorta dei principi usati per determinare l'Importo per Cassa, e che quindi potrebbe non assicurare a [...società B...] un ritorno garantito.

Ciò premesso, gli Studi Legali chiedono se sia corretta l'interpretazione per cui:

"(a) l'Operazione, complessivamente considerata, non assume rilevanza ai fini dell'applicazione delle norme dettate dall'articolo 106 e/o 109 del Testo Unico e delle relative disposizioni regolamentari di attuazione;

(b) il Nuovo Accordo non assume rilevanza ai fini delle nuove disposizioni in materia di strumenti finanziari derivati di cui all'articolo 44-ter del Regolamento Emittenti e, di conseguenza, nemmeno ai fini delle nuove previsioni introdotte dall'articolo 119 del Regolamento Emittenti in tema di comunicazioni di partecipazioni potenziali e/o di "posizioni lunghe complessive".

\* \* \*

---

<sup>1</sup> [...omissis...]

Sulla base di quanto rappresentato dagli Studi Legali e del quadro informativo ad oggi disponibile, la Commissione ha effettuato le seguenti considerazioni.

**A) Rilevanza degli Accordi ai fini dell'applicabilità dell'OPA obbligatoria ai sensi degli artt. 106 e ss. del TUF**

Sulla base della documentazione fornita e per le considerazioni di seguito svolte, si ritiene di poter condividere le conclusioni degli Studi Legali in ordine all'insussistenza dei presupposti per l'applicabilità dell'OPA obbligatoria in capo ai Soci Diretti.

I termini essenziali degli Accordi trasmessi, infatti, sarebbero finalizzati esclusivamente a disciplinare l'Aumento di Capitale e, pertanto, non dovrebbero comportare un mutamento nell'assetto di controllo di [...società A...]. Anche la liquidazione di [...società E...] con la conseguente frammentazione in più partecipazioni (dirette) dei soci [...società E...] in [...società A...], ognuna delle quali inferiore alla soglia rilevante, comporterebbe, quale unico effetto, quello di accorciare dall'alto la catena di controllo di [...società A...]<sup>(2)</sup>.

Ciò considerato, fermo restando che è esclusa ogni valutazione da parte della Consob in merito all'idoneità di questa a conseguire in concreto gli obiettivi economici prefissati, si ritiene che all'operazione prospettata, così come descritta nella richiesta di parere, in assenza di eventuali patti o accordi che incidano sul controllo della Società, non sia applicabile l'obbligo di OPA di cui all'art. 106, comma 1, del TUF.

Ciò si ritiene anche con riferimento all'art. 106, comma 3, lett. a), TUF, sul presupposto che i soci [...società E...] non procedano ad acquisti di azioni [...società E...] e non vi siano nell'Accordo Quadro previsioni relative alla governance di [...società E...].

Analoghe conclusioni possono valere anche analizzando le società dal punto di vista dell'art. 101-bis, commi 4 e 4-bis, del TUF ("persone che agiscono di concerto"). Una tale circostanza, ove fosse accertata, determinerebbe, infatti, l'obbligo di OPA per effetto del combinato disposto degli artt. 106 e 109 del TUF.

A tale riguardo, in primo luogo, per quanto riguarda la definizione di concerto contenuta nel comma 4 dell'art. 101-bis del TUF, dalla documentazione a disposizione non emergono elementi atti a concludere che i futuri Accordi tra gli azionisti [...società A...] li vincolino a porre in essere comportamenti volti ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della Società. I termini essenziali degli Accordi, infatti, appaiono finalizzati a rafforzare la struttura finanziaria e patrimoniale della stessa attraverso l'apporto di nuovi mezzi (l'Accordo Quadro) e ad assicurare il recupero, almeno in parte, dei propri crediti (il Nuovo Accordo tra [...società B...] e [...società C...]).

Occorre poi valutare se possono rivenirsi le presunzioni di concerto juris et de jure previste dal comma 4-bis di cui all'art. 101-bis.

---

<sup>2</sup> Cfr. Comunicazione n. DEM/11044739 del 19 maggio 2011.

Per quanto riguarda le presunzioni di cui alla lettera a) - che fa riferimento agli aderenti ad un patto parasociale rilevante ex art. 122 del TUF - lettere a), b), c) e d) -, dalle dichiarazioni fornite dagli Studi Legali e dall'esame della documentazione trasmessa, non sembra, allo stato, che gli Accordi tra gli azionisti [...società A...] siano riconducibili alle fattispecie di patti parasociali rilevanti ai fini dell'azione di concerto.

Dai term-sheet degli Accordi trasmessi non emergono, infatti, impegni concernenti l'esercizio del diritto di voto relativo alle azioni [...società A...].

Analogamente, non sembrano sussistere accordi rilevanti ai sensi delle lettere a) e b) del comma 5 dell'art. 122, ossia obblighi di preventiva consultazione per l'esercizio del diritto di voto ovvero vincoli al trasferimento delle azioni (cfr. infra sulla clausola di drag-along contenuta nel Nuovo Accordo).

Né si rinviene la fattispecie di cui alla lett. c) del comma 5 (accordi che prevedono l'acquisto delle azioni), in quanto l'obiettivo dell'Accordo Quadro sarebbe essenzialmente quello di garantire alla Società la sottoscrizione di una porzione dell'Aumento di Capitale finalizzato a rafforzare la struttura patrimoniale della stessa in proporzione ai diritti di opzione spettanti a ciascun socio. Inoltre, secondo quanto rappresentato, l'Accordo Quadro perderà efficacia una volta che lo stesso abbia avuto esecuzione, e dunque ad esito degli impegni di sottoscrizione di cui sopra e dell'Aumento di Capitale.

Quanto agli accordi "aventi per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante" (lett. d) del comma 5, non risulta dalla documentazione disponibile, e in base a quanto rappresentato nel Quesito, alcun impegno in ordine alla futura governance della società, e pertanto, allo stato, tali accordi non sembrano sussistere.

Infine, nel caso di specie, dalla documentazione trasmessa, non sembrano altresì ricorrere elementi per l'applicabilità delle altre fattispecie rilevanti ai fini della presunzione di concerto individuate nel medesimo comma 4-bis dell'art. 101-bis del TUF né delle presunzioni relative previste nell'art. 44-quater, comma 1, del RE.

Con riferimento, poi, al Nuovo Accordo tra [...società B...] e [...società C...], le complesse modalità di estinzione dell'obbligazione appaiono essere state così predisposte, in quanto il finanziamento concesso da [...società B...] non prevede un piano di rientro realizzato secondo il classico schema dell'erogazione periodica di somme comprensive di quote del capitale e di quote di interessi, ma prevede una serie di eventi che coinvolgono la partecipazione nel capitale di [...società A...], al verificarsi dei quali [...società C...] deve estinguere la propria obbligazione.

Lo schema predisposto nel Nuovo Accordo tra [...società B...] e [...società C...], tuttavia, non pare sottendere l'interesse della prima ad acquistare la partecipazione in [...società A...] detenuta dalla seconda, o, comunque, una posizione rilevante all'interno del capitale di [...società A...] . L'Accordo in parola prevede espressamente, infatti, che, in deroga all'art. 2352 c.c., il diritto di voto sulle azioni concesse in usufrutto venga mantenuto da [...società C...] e che [...società B...] non verrà mai a detenere la piena proprietà delle

azioni [...società A...], neanche nel caso in cui [...società C...], non avendo estinto il debito entro la data stabilita, fosse obbligata a cedere la propria partecipazione per effetto dell'esercizio del drag-along right.

A tale ultimo riguardo, si evidenzia che nella prassi societaria italiana le clausole relative all'obbligo di co-vendita appaiono principalmente negli accordi stipulati dai soci in sede di contrattazione parasociale. In tale contesto, clausole di questo tipo sono state generalmente considerate rilevanti ai sensi dell'art. 122, comma 5, lett. b), TUF, in quanto impongono limiti alla circolazione delle partecipazioni.

Tuttavia, nel caso in esame, la clausola contenuta nel term-sheet del Nuovo Accordo tra [...società B...] e [...società C...] non sembra essere assimilabile ad una clausola drag-along tipica, né quanto a causa sottostante (ad esempio, facile disinvestimento della partecipazione di maggioranza, migliori condizioni contrattuali con il terzo acquirente, intento speculativo dei soci finanziari di minoranza, omogeneità della compagine sociale), né quanto a caratteristiche della stessa (ad esempio, che la co-vendita avvenga nell'ambito della cessione dell'intero capitale sociale, che avvenga alle medesime condizioni garantite dal socio aspirante venditore, che il prezzo offerto dal terzo sia tale da garantire un determinato ritorno economico al socio co-venditore).

A ciò si aggiunga, che si reputano altresì assenti, in base alla rappresentazione fatta nel Quesito, le caratteristiche dei patti parasociali di cui all'art. 122 TUF, come enunciate nella Comunicazione Consob n. DIS/29486 del 18 aprile 2000, vale a dire, nel caso particolare, gli effetti di limitazione alla circolazione della partecipazione allo scopo di cristallizzazione degli assetti proprietari.

Ciò detto, si ritiene di poter accogliere la ricostruzione operata dagli Studi Legali sul punto, tale per cui la clausola di drag-along contenuta nel Nuovo Accordo avrebbe una mera natura estintiva dell'obbligazione di pagamento degli importi finanziari erogati da [...società B...] ad [...società C...], consentendo alla prima di agire direttamente per recuperare il proprio credito attraverso una vendita forzata delle azioni [...società A...] di proprietà di [...società C...] oggetto della stessa (i.e. un "trasferimento" e non un "trascinamento" tipico del drag-along).

Si sottolinea, infine, che in tutti i casi in cui [...società C...] liquida la propria partecipazione (nelle diverse modalità sopra rappresentate), è sempre previsto che la somma effettivamente ricavata non vada interamente nelle casse di [...società B...], ma che la differenza tra quanto effettivamente ricavato ed il provento atteso (fissato alla data della stipula dell'Accordo) venga ripartito tra [...società B...] e [...società C...] (nelle percentuali che verranno fissate al momento della stipula del contratto). Tale circostanza porta a ritenere plausibile che [...società B...] non abbia un interesse specifico ad utilizzare quanto versato da [...società C...] per saldare il proprio debito per acquistare sul mercato le azioni [...società A...] equivalenti alla quota riferibile a [...società C...]. Peraltro, considerato che l'operazione è stata prospettata come finalizzata esclusivamente alla protezione del finanziamento concesso da [...società B...] a [...società C...], l'eventuale acquisizione da parte di [...società B...] di azioni [...società A...] in un periodo di tempo che faccia supporre un collegamento funzionale tra la sottoscrizione dell'Accordo e l'acquisto medesimo potrebbe

portare la Consob a riconsiderare l'intera operazione al fine dell'applicabilità dell'obbligo di OPA già dal momento della stipula dell'Accordo.

**B) Rilevanza degli Accordi ai sensi degli artt. 44-ter (OPA obbligatoria derivante dalla detenzione di strumenti derivati) e 119 del Regolamento Emittenti (rilevanza degli strumenti derivati ai fini degli obblighi di disclosure)**

Il meccanismo alla base del Nuovo Accordo tra [...società B...] e [...società C...] presenta delle caratteristiche assimilabili a quelle di contratti derivativi (ad esempio, un pre-paid forward in combinazione con un equity swap o un collar dato dalla combinazione di una put e una call option).

L'utilizzo di tali contratti con componenti derivative ai fini di acquisition financing, in luogo della stipulazione di contratti di finanziamento standard, viene riscontrato sempre più spesso in periodi, come quello attuale, caratterizzati da rilevanti difficoltà di accesso al credito e costi elevati. Tali contratti sono, inoltre, preferiti anche per la possibilità di definizione negoziale in termini più rapidi e snelli.

L'analisi di schemi contrattuali come quello del caso di specie porta a ritenere che la causa di tali contratti sia da rinvenirsi essenzialmente nella costituzione di forme di garanzia in senso lato accessorie rispetto all'attività tipica della banca (i.e. la concessione di finanziamenti con relativa remunerazione del capitale erogato) e non nell'assunzione di una posizione rilevante nel capitale dell'emittente con finalità acquisitive.

Si ritiene che, in tali casi, la ratio tipica delle norme relative alla disciplina sull'OPA obbligatoria, che, come noto, sono volte a tutelare gli azionisti di minoranza mediante l'esercizio dell'exit dalla società a fronte del trasferimento o consolidamento del controllo da parte di uno o più soggetti nell'emittente quotato, sia estranea al contratto stesso. Quest'ultimo, infatti, prevedendo esclusivamente diritti del soggetto finanziatore correlati alla garanzia della restituzione del finanziamento, manca dell'elemento teleologico consistente nell'interesse del soggetto ad incidere sulla governance dell'emittente.

Da ciò consegue che l'esposizione della banca non è da ritenersi rilevante ai fini dell'assunzione di una "posizione lunga" dal punto di vista dell'applicabilità dell'obbligo di OPA ex art. 44-ter del RE, alla stregua di un'esegesi di tale previsione che tenga conto della sua specifica ratio.

Infine, analoga conclusione deve trarsi con riferimento al regime di disclosure delle partecipazioni rilevanti ex art. 119 del RE, non potendosi ricondurre, per i motivi sopra indicati, l'esposizione di [...società B...] a una "posizione lunga complessiva" come definita nell'art.116-terdecies del RE. Si ritiene che tali conclusioni siano coerenti altresì con quanto previsto dalla regolamentazione del Regno Unito, dove pure è prevista la rilevanza delle "posizioni lunghe" (comprese nella definizione di "interest in shares" <sup>(3)</sup>) sia per il superamento della soglia di rilevanza per l'obbligo di OPA sia per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti. In proposito, per quanto riguarda la disciplina dell'OPA obbligatoria, il Takeover Code ("TC"),

---

<sup>3</sup> C10 del TC "Interest in securities... A person who has long economic exposure, whether absolute or conditional, to changes in the price of securities will be treated as interested in those securities. A person who only has a short position in securities will not be treated as interested in those securities."

prevede che: "[a] bank taking security over shares or other securities in the normal course of its business will not normally be considered to be interested in those shares or securities<sup>(4)</sup>", laddove "taking securities over shares" indica l'assunzione di diritti su un pacchetto di azioni attraverso un accordo volto a garantire l'assolvimento di un'obbligazione, tipicamente di debito. Questi accordi, come nel caso in esame, danno al beneficiario del "security over shares" diritti preferenziali riguardo alla vendita delle azioni sottostanti, al fine di rientrare del credito vantato.

Analogamente, in materia di comunicazioni di partecipazioni rilevanti, le Listing Rules dell'FSA prevedono che non costituiscono un "interest in shares", le azioni detenute "by a collateral taker under a collateral transaction which involves the outright transfer of securities provided the collateral taker does not declare any intention of exercising (and does not exercise) the voting rights attaching to such shares<sup>(5)</sup>", laddove "collateral transaction" ha un significato analogo a quello di "taking securities over shares".

\* \* \*

Tutto ciò considerato, si ritiene che la prospettata operazione, nei termini indicati nel Quesito e nella documentazione allegata, non rilevi ai fini dell'applicabilità dell'obbligo di OPA. Parimenti non si considerano rilevanti le clausole stipulande del Nuovo Accordo tra [...società B...] e [...società C...] ai fini della disclosure di eventuali posizioni lunghe complessive.

La Commissione si riserva di valutare ogni altro eventuale elemento che dovesse emergere sia da atti negoziali che dai comportamenti concreti dei soggetti coinvolti, in particolare con riguardo alle modalità con le quali gli Accordi rappresentati nel quesito verranno resi esecutivi, al fine di verificare quanto sopra rappresentato.

IL PRESIDENTE

Giuseppe Vegas

---

<sup>4</sup> C12 del TC.

<sup>5</sup> Cfr. DTR 5.1.3 dell'FSA Handbook.