

Luglio 2014

Gli obblighi delle Sgr che gestiscono FIA che acquisiscono partecipazioni rilevanti o di controllo alla luce del Documento di Consultazione Consob del 26 giugno 2014

Avv. Luigi Mula, Graziadei Studio Legale

1. Premessa

Tra i numerosi obblighi previsti dalla AIFMD (di seguito, Direttiva) a carico dei gestori di fondi di investimento alternativi (di seguito, GEFIA) figurano anche quelli scaturenti dall'acquisto di partecipazioni rilevanti o di controllo da parte di tali fondi (di seguito, FIA). La relativa normativa è dettata dalla Sezione 2 del Capo 5 della Direttiva, rubricata “*Obblighi imposti ai GEFIA che gestiscono FIA che acquisiscono il controllo di società non quotate e di emittenti*”, sezione che contiene (a) una serie di obblighi di trasparenza e di comunicazione sull'acquisto delle partecipazioni e sull'impatto di tale acquisto su assetti proprietari e gestione della società la cui partecipazione o il cui controllo sono stati acquisiti e (b) il divieto di scorporo delle attività della medesima società.

La ragione di questi obblighi è fondata sulla constatazione che, in ragione della natura c.d. speculativa di un FIA, l'investimento di un FIA in una società può avere un impatto più significativo dell'investimento di qualsiasi altro investitore e che, conseguentemente, in occasione di simili investimenti, il livello di trasparenza debba essere oggettivamente e soggettivamente incrementato. Gli investimenti alternativi pongono in buona sostanza alcune nuove specifiche esigenze di tutela del risparmio quali imporre obblighi informativi aggiuntivi a carico dei GEFIA i cui FIA acquisiscano il controllo di una società (esigenza già manifestata con la disciplina dell'OPA con riferimento alle società quotate), garantire alle società non quotate ed ai loro soci il medesimo livello di trasparenza sugli assetti proprietari tipico delle società quotate ed infine estendere il diritto alla trasparenza previsto dal D.Lgs. 58/98 (di seguito, TUF) anche ai soci e ai lavoratori delle società (quotate e non) partecipate o controllate da FIA. Sono queste peraltro le esigenze espresse nei considerando 52 e 53 della Direttiva¹.

¹ I considerando 52 e 53 recitano rispettivamente “è necessario assicurare che le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA, le società sulle quali i FIA esercitano un controllo e il personale di tali società ricevano determinate informazioni necessarie affinché tali società valutino il modo in cui tale controllo inciderà sulla loro situazione” e “occorre applicare obblighi specifici a carico dei gestori che gestiscono FIA che esercitano un controllo su una società non quotata. Per assicurare la

La legislazione primaria italiana ha recepito solo una parte delle disposizioni della menzionata Sezione 2 e segnatamente l'obbligo di *disclosure* dell'acquisto del controllo o della partecipazione rilevante (art. 27 e co. 1 art. 28 della Direttiva) mentre ha delegato la Consob a recepire gli altri obblighi quali ad esempio l'impatto dell'operazione su assetti proprietari e gestione informazioni da inserire nel rendiconto del fondo e sul divieto di scorporo. Il 26 giugno scorso la Consob ha pubblicato il documento di consultazione (di seguito, Documento di Consultazione) relativo al recepimento di questi ulteriori aspetti della disciplina, proponendo le relative integrazioni al suo regolamento 11971 (di seguito, Regolamento Emittenti)². La puntualità della disciplina dettata dalla Direttiva in merito agli obblighi di trasparenza ed al divieto di scorporo ed il Documento di Consultazione rendono possibile illustrare gli obblighi in questione anche se l'adozione della Direttiva non è ancora del tutto completata, fatte salve naturalmente le eventuali modifiche che interverranno sul testo posto in consultazione.

La nuova disciplina è oggetto dei nuovi articoli 45 e 46 del TUF, articoli introdotti, come noto, dal D. Lgs. 44/2014. La disciplina si colloca quindi nella parte del TUF relativa alla gestione collettiva del risparmio (Titolo III, Parte II del TUF). Il citato documento di consultazione della Consob colloca invece gli obblighi in una nuova sezione del Regolamento Emittenti (Sezione V-*quinquies*, Capo III, Titolo I, Parte II), rubricata "*Obblighi delle Sgr in caso di acquisizione di partecipazioni rilevanti e del controllo in società non quotate o in emittenti*".

Gli artt. 45 e 46 TUF delimitano l'ambito di applicazione degli obblighi in questione, chiarendo che ciascun legislatore nazionale sottoporrà alla disciplina del proprio stato membro i soli GEFIA aventi sede legale di origine in tale stato membro, a prescindere dalla sede del FIA che acquisisca la partecipazione rilevante. In ossequio ai commi 1 e 2 dell'art. 26 della Direttiva, inoltre, l'ambito di applicazione è esteso anche agli acquisti di concerto ed indiretti da parte dei FIA (artt. 45, comma 3 e 46, comma 3 del TUF), ma esclude gli acquisti di partecipazione in microimprese, piccole imprese e medie imprese e società veicolo finalizzate all'acquisto, detenzione e amministrazione di beni immobili (artt. 45, comma 4 e 46 comma 5 del TUF). Tanto gli articoli in questione quanto il nuovo art. 28-*decies* del Regolamento Emittenti, come proposto nel Documento di Consultazione, estendono l'ambito di applicabilità anche alle Sicav ed alle Sicaf.

Quanto al computo delle soglie rilevanti o di controllo, ai sensi degli articoli 45 e 46 del TUF, saranno prese in considerazione le sole partecipazioni che attribuiscono diritti di voto mentre l'art. 28-*decies* del Regolamento Emittenti specifica che sono inclusi nel

trasparenza in relazione alla società controllata, occorre applicare obblighi di trasparenza, divulgazione e informazione più rigorosi. Inoltre, occorre che le relazioni annuali del FIA pertinente siano completate da informazioni specifiche in merito alla società controllata o che tali informazioni aggiuntive siano incluse nella relazione annuale della società controllata"

² Il documento di consultazione è reperibile al seguente link: http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_consob_banca_ditalia_20140626.htm?symbblink=/main/regolamentazione/consultazioni/ln_consultazioni.html

computo (a) i diritti di voto di una società controllata dal FIA che ha acquisito la partecipazione e le persone fisiche o giuridiche che agiscano per conto del FIA; (b) i diritti di voto sospesi.

La Direttiva e la legislazione interna non menzionano altri parametri per il computo della partecipazione rilevante. Pertanto, nonostante l'asimmetria rispetto alle regole di computo delle partecipazioni rilevanti attualmente previsto dal Regolamento Emittenti non trovi apparente giustificazione, non troveranno applicazione agli obblighi di informativa dei GEFIA le regole dettate dall'art. 118 del Regolamento Emittenti in attuazione dell'art. 120 del TUF.

2. Obblighi di trasparenza relativi all'acquisto del controllo in società quotate

L'art. 46 del TUF (*“Obblighi relativi all'acquisizione di partecipazioni di controllo di un emittente”*) prevede una serie di obblighi informativi gravanti sui GEFIA i cui FIA acquisiscono il controllo in società quotate. Questi obblighi si aggiungono all'obbligo di *disclosure* delle partecipazioni rilevanti in emittenti, disciplinato dall'art. 120 del TUF e dall'art. 117 e seguenti del Regolamento Emittenti³. Sebbene i due regimi sembrano avere numerose similitudini, il regime di *disclosure* delle partecipazioni rilevanti in emittenti disciplinato dall'art. 120 del TUF ha a prima vista un ambito applicativo e finalità diverse da quello del regime introdotto dalla Direttiva.

Quanto all'ambito applicativo, nel regime ex art. 120 TUF la competenza della Consob è dettata dall'attenzione agli assetti proprietari e dunque dalla sola circostanza che l'*emittente quotato* abbia sede in Italia a prescindere tanto dalla sede del mercato regolamentato sul quale le azioni dell'emittente sono quotate quanto dalla sede del titolare delle azioni⁴. Nel regime introdotto dalla Direttiva invece dal punto di vista soggettivo, come già ricordato, sottoposti all'obbligo di informativa saranno esclusivamente le Sgr aventi l'Italia come stato membro d'origine mentre dal punto di vista oggettivo, l'art. 46 collega l'obbligo all'acquisto di una *“partecipazione di controllo al capitale di un emittente”*. Può tuttavia sollevarsi un dubbio circa l'esatta portata del termine *“emittente”* ed in particolare se l'art. 46 del TUF faccia riferimento ad un emittente quotato in Italia, ad un emittente quotato in stati membri dell'Unione Europea ovvero in qualsiasi stato anche al di fuori dell'Unione Europea. Sembrerebbe a prima vista da escludere invece che lo stato d'origine dell'emittente svolga una qualche rilevanza in questo contesto, stante l'assenza di qualsiasi riferimento a tale carattere dell'emittente nel citato articolo e nella Direttiva, laddove invece l'art. 120 TUF indica specificamente lo stato d'origine come carattere dell'emittente.

³ In estrema sintesi, il regime previsto dall'art. 120 del TUF impone un obbligo di *disclosure* nei confronti della società partecipata e della Consob a qualsiasi soggetto (giuridico o fisico) che acquisisca partecipazioni rilevanti in emittenti quotati aventi l'Italia quale paese di origine.

⁴ Ricordiamo che l'art. 120 si riferisce ad una *“partecipazione in un emittente avente l'Italia quale stato membro di origine”*

Un primo indizio nel senso che la tipologia di emittenti contemplata dall'art. 46 TUF sia quella dell'emittente quotato in Italia potrebbe essere desunto dalla definizione di emittente quotato prevista dall'art. 1 lett. w) del TUF secondo il quale sono "*emittenti quotati*" quelli aventi titoli quotati in un mercato regolamentato italiano. Tuttavia questo indizio ha una portata letterale limitata dal momento che l'art. 46 si riferisce semplicemente ad "*emittenti*" omettendo l'aggettivo "*quotati*".

In assenza di altri indizi interpretativi nella legislazione primaria utili a dirimere la questione interpretativa, un secondo indizio interpretativo potrebbe essere fornito dalla formulazione della stessa Direttiva che all'art. 1 definisce "*emittente*" la società avente sede legale nell'Unione Europea e le cui azioni siano ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva 2004/39/CE. Nel nuovo regime pertanto l'ambito di applicazione degli obblighi sembra essere dettato dalla sola circostanza che il *GEFIA* abbia sede in Italia a prescindere tanto dalla sede del mercato regolamentato sul quale le azioni dell'emittente sono quotate quanto dal paese di origine dell'emittente (purchè nell'Unione Europea).

Nonostante questo angolo interpretativo sembri l'unico idoneo ad individuare l'esatto ambito oggettivo di applicazione dell'art. 46 TUF, la Consob, probabilmente proprio in ragione delle incertezze interpretative sul punto, ha contemplato una specifica e più restrittiva definizione di "*emittente*" nell'art. 28-*decies* comma 3 del Regolamento Emittenti, come proposto dal Documento di Consultazione, definendo *emittenti* quei "*soggetti italiani che emettono strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani*". Simile definizione potrebbe delineare una nozione di emittente diversa da quella individuata dalla Direttiva e ancor più restrittiva di quella individuata dallo stesso art. 120 del TUF in merito alla trasparenza degli assetti partecipativi.

Oltre che non trovare un chiaro appiglio testuale nella Direttiva e nel D.Lgs. 44/14, una simile interpretazione, soprattutto se adottata dagli altri legislatori dell'Unione, rischia di escludere dall'ambito di applicazione della Direttiva tutte quelle società quotate europee il cui paese di origine non coincide con il paese di quotazione. Inoltre, la definizione in questione potrebbe non cogliere la nuova prospettiva in cui si pone il legislatore comunitario rispetto all'intera regolamentazione dei FIA, imperniata sui GEFIA e non sugli strumenti finanziari detenuti.

Secondo il testo del Regolamento Emittenti come proposto nel Documento di Consultazione, gli obblighi informativi menzionati dall'art. 46 del TUF riguarderanno dunque tutte le SGR aventi l'Italia quale paese di origine e che acquisiscano il controllo di una società avente sede in Italia e le cui azioni siano quotate in un mercato regolamentato italiano. Per le ragioni esposte, invece, un'interpretazione più coerente con lo spirito della Direttiva implicherebbe che gli obblighi informativi si applichino a quelle Sgr aventi l'Italia quale paese di origine e che acquisiscano il controllo di una società avente sede in qualsiasi stato dell'Unione Europea e le cui azioni siano quotate in qualsiasi mercato regolamentato dell'Unione Europea.

Ai sensi del comma 2 dell'art. 46 del TUF il concetto di “*acquisto di partecipazione di controllo*” viene definito come l'acquisto di partecipazioni che attribuiscono il diritto di voto in misura superiore al trenta per cento.

La Direttiva, l'art. 46 TUF e il documento di consultazione Consob non contengono l'indicazione del termine entro il quale deve essere adempiuto l'obbligo di comunicazione. Per effetto del rinvio dell'art. 28-*decies* del Regolamento Emittenti all'art. 102 del TUF, la comunicazione andrà quindi effettuata “senza indugio” a seguito dell'acquisto di una partecipazione che determina l'acquisto di diritti di voto superiore al trenta per cento.

Il rinvio in questione assorbe anche il tema delle modalità di comunicazione alla Consob, che andranno pertanto effettuate con le stesse modalità già stabilite dalla Consob per il comunicato ex art. 102 del TUF. Sarebbe invece opportuno un rinvio al nuovo art. 28-*undecies* comma 6 del Regolamento Emittenti quanto alle modalità di comunicazione nei confronti dei soci.

3. Obblighi di trasparenza relativi all'acquisto di partecipazioni rilevanti e di controllo in società non quotate

Nella prospettiva illustrata in merito agli obblighi inerenti i FIA che acquisiscono partecipazioni di controllo in emittenti, si inserisce anche il nuovo art. 45 del TUF rubricato “*Obblighi relativi all'acquisto di partecipazioni rilevanti o di controllo di società non quotate*”. Come per le società quotate, anche per quelle non quotate, infatti, le partecipazioni il cui acquisto determina l'obbligo di informativa sono quelle di qualsiasi società non quotata avente sede nell'Unione Europea (comma 4 art. 45 TUF) e i GEFIA obbligati alla comunicazione sono esclusivamente quelli aventi l'Italia come paese di origine⁵.

La definizione di controllo fornita dall'art. 45 del TUF è quella di “*maggioranza assoluta dei diritti di voto esercitabili in assemblea*”.

Quanto ai termini ed alle modalità di comunicazione delle informazioni, l'art. 45 del TUF, recependo un'indicazione prevista dalla Direttiva, stabilisce in dieci giorni dall'operazione il termine entro il quale le informazioni devono essere comunicate ai rispettivi destinatari. Quanto alle modalità, il medesimo articolo ha rimesso la relativa disciplina alla Consob che, all'art. 28-*undecies* comma 5 posto in consultazione, prevede che le comunicazioni alla Consob siano effettuate secondo modalità operative da stabilirsi a cura della Consob e, all'art. 28-*undecies* comma 6 posto in consultazione, prevede che le comunicazioni nei confronti della società partecipata e dei suoi soci siano effettuate mediante mezzi idonei a dimostrarne l'effettiva ricezione.

⁵ Con questa formulazione viene introdotto nuovamente l'obbligo di comunicare gli assetti proprietari nelle società non quotate già previsto dal comma 3 dell'art. 120 del TUF.

4. Le informazioni da comunicare ed i destinatari degli obblighi di comunicazione

La principale informazione che i GEFIA sono tenuti a comunicare è la circostanza dell'acquisto del controllo in qualsiasi tipo societario o della partecipazione rilevante in una società non quotata. L'art. 45 del TUF indica le partecipazioni rilevanti in quelle partecipazioni che superano le seguenti soglie: 10%, 20%, 30%, 50% e 75%. L'acquisto del controllo (tanto in una società quotata che in una società non quotata) andrà comunicato a Consob, società controllata, soci e rappresentanti dei lavoratori o in assenza gli stessi lavoratori mentre l'acquisto di partecipazioni rilevanti in una società non quotata andrà comunicato esclusivamente alla Consob.

Gli articoli 45 e 46 del TUF delegano la Consob ad indicare le ulteriori informazioni da comunicare previste dalla Direttiva. A questo aspetto sono dedicati gli artt. 28-undecies e 28-terdecies del Regolamento Emittenti posti in consultazione il 26 giugno scorso. Dal relativo quadro normativo emergono gli obblighi di informativa dei GEFIA i cui FIA acquisiscono partecipazioni di controllo riassunti nella seguente tabella

Informazione da comunicare	Tipo di target		Destinatari				
	Quotata	Non quotata	Consob	Azionisti	Target	Lavoratori	Investitori
Impatto dell'operazione sui diritti di voto, condizioni in base alle quali è stato acquisito il controllo, identità dei soci controllanti, soggetto delegato all'esercizio dei diritto di voto, società attraverso la quale sono detenute le azioni, data dell'operazione		√	√	√	√	√	
Risvolti sull'attività futura della società partecipata e occupazionali, modifica delle condizioni di lavoro		√		√	√	√	
Altre Sgr che cooperano nell'operazione, politica di prevenzione dei conflitti di interesse tra Sgr, FIA e la società controllata, modalità di comunicazione delle informazioni relative alle relazioni tra società e lavoratori	√	√	√	√	√	√	
Informazioni sul finanziamento dell'acquisizione		√	√				√

La Direttiva pone anche il tema della difficoltà per i GEFIA di assolvere l'obbligo di comunicazione nei confronti dei soci della società partecipata e dei lavoratori della stessa, dal momento che i GEFIA non hanno un rapporto diretto con questi soggetti e non sono quindi tenuti a conoscere ed indagare l'identità ed i recapiti degli stessi. Viene

quindi previsto, quanto ai soci, che le comunicazioni prescritte vadano effettuate esclusivamente a quelli le cui identità e i cui indirizzi sono a disposizione del GEFIA o possono essere messi a disposizione mediante la società o tramite un registro a cui il GEFIA può avere accesso (artt. 27 e 28 della Direttiva e 45 comma 2 e 46 comma 1 del TUF) e, quanto ai lavoratori, che il GEFIA abbia il dovere di adoperarsi affinché le comunicazioni prescritte siano effettuate dall'organo amministrativo della società partecipata ai rappresentanti dei lavoratori ovvero, in assenza di questi, ai lavoratori stessi (artt. 27 e 28 della Direttiva e 45, comma 4 e 46, comma 4, TUF).

5. Le informazioni da inserire nel rendiconto dei FIA e il divieto di scorporo delle società acquisite dai FIA

Gli artt. 45 e 46 del TUF delegano il recepimento della Direttiva alla regolamentazione della Consob per quanto attiene gli ulteriori obblighi previsti dalla Direttiva a carico dei FIA che acquisiscono partecipazioni di controllo ed in particolare (a) gli obblighi di inserire specifiche informazioni nel rendiconto del FIA che acquisisce il controllo di una società non quotata o nella relazione degli amministratori al bilancio della relativa società non quotata e (b) il divieto di scorporo delle attività.

Quanto all'obbligo sub (a) la disciplina della Direttiva è a prima vista in linea con quanto già previsto dalla maggior parte degli ordinamenti europei dal momento che prevede informazioni che ogni società UE deve inserire nella relazione degli amministratori redatta in occasione dell'approvazione del bilancio annuale. Il Documento di Consultazione, nella formulazione del nuovo art. 28-*duodecies* del Regolamento Emittenti, infatti, prevede che le Sgr i cui FIA acquisiscano il controllo di una società non quotata indichino nel proprio rendiconto le informazioni prescritte dalla Direttiva solo se tali informazioni non siano già presenti nel bilancio della società partecipata. In caso contrario, la Sgr avrà soltanto il dovere di adoperarsi affinché le stesse informazioni prescritte dalla Direttiva siano messe a disposizione degli investitori dei FIA e, a cura dell'organo amministrativo della società partecipata, dei lavoratori della società partecipata.

Le informazioni da inserire nel rendiconto qualora non già presenti nel bilancio della controllata sono le seguenti:

- un fedele resoconto dell'andamento dell'attività della società che rappresenti la situazione alla fine del periodo oggetto della relazione annuale.
- gli eventuali eventi di rilievo sopravvenuti dopo la chiusura dell'esercizio;
- l'evoluzione prevedibile della società; e
- le informazioni concernenti le acquisizioni di azioni proprie

Quanto invece al divieto sub (b), lo stesso sarà applicabile agli acquisti del controllo tanto di società non quotate quanto di società quotate e rappresenta una novità nel

nostro panorama legislativo. A tal riguardo il Documento di Consultazione recepisce pressoché pedissequamente l'art. 30 della Direttiva nel nuovo art. 28-*quaterdecies* del Regolamento Emittenti posto in consultazione ed in particolare recepisce il principio secondo il quale qualora un FIA acquisisca il controllo di una società non quotata o di un emittente, la Sgr che gestisce tale FIA, per un periodo di ventiquattro mesi dall'acquisizione del controllo della società non può effettuare alcuno scorporo delle attività di tale società.

Il comma 2 dell'art. 28-*quaterdecies* menzionato dispone in particolare che la Sgr deve astenersi dall'agevolare, sostenere o istruire uno scorporo, non deve esprimere voto favorevole sullo scorporo e deve adoperarsi per impedire lo scorporo stesso.

Per scorporo devono intendersi le seguenti attività:

- (a) qualsiasi distribuzione ai soci effettuata quanto, alla data di chiusura dell'ultimo esercizio, l'attivo netto risultante dal bilancio della società è, o in seguito a tale distribuzione diventerebbe, inferiore al capitale sottoscritto aumentato delle riserve non distribuibili, fermo restando che, qualora la parte non richiesta del capitale sottoscritto non sia contabilizzata nell'attivo del bilancio, essa sarà detratta dal capitale sottoscritto;
- (b) a qualsiasi distribuzione a favore dei soci il cui importo superi l'ammontare dei profitti alla fine dell'ultimo esercizio, aumentato degli utili riportati e dei prelievi effettuati su riserve disponibili a questo scopo e diminuito delle eventuali perdite degli esercizi precedenti e delle somme iscritte a riserva in conformità alla legge o allo statuto;
- (c) alle acquisizioni di azioni proprie da parte della società, comprese le azioni già acquisite, nonché alle azioni acquisite da una persona che agisce in nome proprio ma per conto della società che avrebbero l'effetto di ridurre l'attivo netto al di sotto dell'importo indicato alla lettera a).