

Le esenzioni in tema d'OPA: recenti orientamenti della CONSOB

La normativa applicabile alle offerte pubbliche di acquisto è stata oggetto, negli ultimi anni, di radicali modifiche. Una delle tematiche oggetto di ampia rivisitazione, da parte del legislatore prima e della CONSOB poi, è stata la tematica delle esenzioni dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto al verificarsi di determinate condizioni. Con quattro diverse pronunce nel volgere di pochi mesi la CONSOB è intervenuta sul tema, ed ha quindi statuito alcuni profili applicativi di grande interesse per potenziali investitori.

Le esenzioni, infatti, rappresentano uno strumento tecnico di grande importanza nei casi di c.d. "salvataggio delle società in crisi".

Questo briefing analizza le recenti Comunicazioni CONSOB in tema di esenzioni "da salvataggio" (ma non solo) e si propone di analizzare il minimo comune denominatore degli orientamenti della CONSOB sul tema al fine di fornire agli operatori del mercato un quadro sinottico della praticabilità, in concreto, del sistema delle esenzioni.

I nostri contatti

Per maggiori informazioni su questo briefing e in tema di Public M&A, la preghiamo di contattare:

Avv. Paolo Sersale
Partner, Corporate M&A
paolo.sersale@cliffordchance.com

Avv. Sabrina Borocci
Counsel, Corporate M&A
sabrina.borocci@cliffordchance.com

Avv. Valentina Russo
Responsabile K&I – Corporate M&A
valentina.russo@cliffordchance.com

Avv. Claudio Cerabolini
Partner, M&A/Private Equity
claudio.cerabolini@cliffordchance.com

Avv. Alberta Figari
Partner, M&A/ECM
alberta.figari@cliffordchance.com

Avv. Umberto Penco Salvi
Partner, M&A/Energy and infrastructure
umberto.pencosalvi@cliffordchance.com

Introduzione: le esenzioni, ambito di applicazione e disciplina nelle fonti primarie e nelle fonti secondarie

L'art. 106, commi 5 e 6, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 ("TUF") è la fonte primaria che disciplina le cause di esenzione dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto ("OPA"). Tali esenzioni riguardano tanto l'obbligo di promuovere un'OPA derivante dal superamento della soglia rilevante del 30% (art. 106, comma 1, TUF), tanto l'obbligo di promuovere un'OPA derivante da acquisiti superiori al 5% da parte di coloro che già detengono la partecipazione rilevante del 30%, senza tuttavia detenere la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria (art. 106, comma 3, lett. b)).

In particolare, il comma 5 dell'art. 106 del TUF prevede una serie di ipotesi di esenzione analiticamente descritte e, al contempo, demanda alla CONSOB il compito di stabilire, con proprio Regolamento, le condizioni applicative di tali ipotesi. La CONSOB, in applicazione di tale delega, ha modificato il Regolamento CONSOB n. 11971 di attuazione del TUF (il "**Reg. Emittenti**") in materia di offerte pubbliche di acquisto ed, in particolare, l'art. 49 del Reg. Emittenti rubricato, per l'appunto, "Esenzioni".

Il comma 6 dell'art. 106 del TUF attribuisce inoltre alla CONSOB un ulteriore e più vasto potere di adottare provvedimenti di esenzione per così dire "individuali", quindi altri rispetto alle fattispecie del comma 5 dell'art. 106 e dell'art. 49 del Reg. Emittenti, in casi che siano astrattamente riconducibili alle ipotesi di esenzione di cui al comma 5 senza essere ivi previste.

Nello specifico, ai sensi e per gli effetti del comma 5 dell'art. 106 del TUF, il superamento della soglia di controllo ai fini di OPA non comporta l'obbligo di offerta ove sia realizzato in presenza di uno o più soci che detengono il controllo o sia determinato da:

- a) operazioni dirette al salvataggio di società in crisi;
- b) trasferimento dei titoli tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione;
- c) cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente;
- d) operazioni di carattere temporaneo;
- e) operazioni di fusione o di scissione;
- f) acquisti a titolo gratuito.

Per l'effetto, all'art. 49 del Reg. Emittenti sono state esplicitate le condizioni in presenza delle quali le esenzioni descritte nella norma primaria (i.e. TUF) possono trovare applicazione. Per quanto riguarda specificatamente l'esenzione sub a), il citato art. 49, comma 1, lett. b), individua analiticamente i casi di operazioni dirette al salvataggio di società in crisi (tre) suscettibili di deroga al superamento della soglia rilevante, e quindi suscettibili di ottenimento di esenzione. Si citano tali perché di particolare interesse per la presente disamina. In particolare, l'acquisto potenzialmente rilevante non comporta l'obbligo di promuovere un'OPA obbligatoria, se compiuto:

- 1) in presenza di una ricapitalizzazione o altro intervento di rafforzamento patrimoniale e la società versa in una situazione di crisi attestata: (i) dall'ammissione ad una procedura concorsuale; ovvero (ii) dall'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti ai sensi dell'art. 182-bis del Regio Decreto n. 267 del 16 marzo 1942 (la "**Legge Fallimentare**"); ovvero (iii) da richieste formulate da un'autorità di vigilanza prudenziale,
- 2) in assenza di altri acquisti effettuati o pattuiti nei dodici mesi precedenti, esclusivamente tramite la sottoscrizione di un aumento di capitale della società quotata, con esclusione del diritto di opzione, posto in essere in esecuzione di un piano di risanamento reso noto al mercato e la cui ragionevolezza sia certificata da un professionista ai sensi dell'articolo 67, comma 3, lettera d), della Legge Fallimentare;
- 3) in presenza di una situazione di crisi, non riconducibile a una delle situazioni descritte ai numeri 1) e 2), purché l'operazione sia approvata senza il voto contrario della maggioranza dei soci, diversi dall'acquirente e dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza anche relativa purché superiore al 10 per cento (c.d. *whitewash*).

L'esenzione per operazione riconducibile al "salvataggio di società in crisi"

Con la Comunicazione CONSOB n. 11081302 del 30 settembre 2011, la CONSOB ha risposto negativamente a una richiesta di provvedimento motivato di esenzione dall'obbligo di OPA ai sensi dell'art. 106, comma 6, del TUF per le ragioni che si riassumono a seguire.

Nel caso di specie il quesito sottoposto all'Autorità ha ritenuto insussistenti i presupposti per l'applicazione diretta dei casi di esenzione operanti di diritto sopra elencati (di cui all'art. 106, comma 5, del TUF). La richiesta di esenzione, pertanto, è stata fondata sul comma 6 dell'art. 106 del TUF e motivata con la riconducibilità della fattispecie alle ipotesi di esenzione "da salvataggio di società in crisi" di cui gli artt. 106, comma 5, lett. a) del TUF e 49, comma 1, lett. b), del Reg. Emittenti.

Nello specifico, l'operazione di salvataggio descritta nel quesito avrebbe comportato, *inter alia*:

- 1) l'acquisto, da parte di un emittente quotato ("**Società A**"), dell'intero capitale sociale di un'altra società ("**Società B**"), con pagamento di parte del prezzo differito nel tempo e, quindi, il sorgere di un credito dei soci di Società B verso Società A;
- 2) il lancio di due aumenti di capitale di Società A: il primo in opzione agli azionisti ed il secondo al servizio di *warrants* da assegnare gratuitamente a favore dei sottoscrittori del primo aumento di capitale;
- 3) la cessione, da parte del socio di controllo di Società A ("**Società AA**") ai soci di Società B, di una quota dei propri diritti di opzione, verso il corrispettivo della cessione di una porzione del credito vantato dai soci di Società B verso Società A per la vendita della partecipazione in Società B;
- 4) la stipula di un patto parasociale tra Società AA e i soci di Società B, ai sensi del quale nessun aderente avrebbe esercitato singolarmente il controllo su Società A; e
- 5) l'ingresso nell'azionariato di Società A, a seguito della sottoscrizione dell'aumento di capitale, dei soci di Società B, i quali - insieme a Società AA - avrebbero detenuto una partecipazione superiore alla soglia del 30% rilevante per l'obbligo di OPA.

Nel motivare il proprio diniego, l'Autorità in primo luogo ha ricordato come l'art. 49, comma 1, lett. b), del Reg. Emittenti distingua tre diverse ipotesi di esenzione, l'ultima di carattere residuale. Non rilevando, nel caso di specie, l'ipotesi di cui al n. 1 dell'art. 49, comma 1, lett. b) - che presuppone l'esistenza di una procedura concorsuale ovvero un accordo di omologazione dei debiti ovvero una richiesta di un'autorità di vigilanza prudenziale -, la CONSOB ha ritenuto di fondare la propria analisi sulla fattispecie prevista al n. 2 del medesimo articolo.

In particolare, tale fattispecie prevede, quale presupposto per la relativa applicabilità, la sussistenza congiunta di tre elementi: (i) un piano di risanamento - comunicato alla CONSOB e al mercato - che attesti l'esistenza di una situazione di crisi della società e la cui ragionevolezza sia certificata da un professionista ex art. 67, comma 3, lett. d), della Legge Fallimentare; (ii) l'assenza di altri acquisti effettuati o pattuiti nei dodici mesi precedenti l'acquisto; e (iii) il superamento della soglia rilevante attraverso la sottoscrizione di un aumento di capitale, con esclusione del diritto di opzione, finalizzato al salvataggio della società in crisi.

Secondo la CONSOB, quest'ultimo requisito in particolare è volto a realizzare una duplice finalità: da un lato che i fondi derivanti dalla sottoscrizione dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione incrementino direttamente il patrimonio della società in crisi (e non quello dei singoli soci che cedono la propria partecipazione/diritti di opzione); dall'altro lato, che venga garantita una piena parità di trattamento tra tutti i soci (i quali in maniera eguale subiscono l'effetto diluitivo derivante dalla sottoscrizione dell'aumento di capitale da parte del nuovo socio e in maniera uguale non beneficiano della possibilità di exit dalla società).

Nel caso di specie, la CONSOB non solo ha rilevato la mancanza dei presupposti indicati sub (i) e (iii) per l'operatività di diritto dell'esenzione (rispettivamente il piano certificato da un professionista e la sottoscrizione di un aumento di capitale riservato), ma anche negato che l'esenzione in commento possa applicarsi in via analogica alla fattispecie in esame ai sensi dell'art. 106, comma 6, del TUF. Infatti, non essendo garantita la parità di trattamento tra gli azionisti, dal momento che solo l'azionista che cede i diritti di opzione (Società AA) potrebbe beneficiare - sebbene parzialmente - del diritto di uscita dal

capitale sociale, "la fattispecie concreta risulta non solo diversa, ma anche non in linea con la ratio della previsione di esenzione di cui all'art. 49, comma 1, lett. b), n. 2) del Reg. Emittenti".

La CONSOB ha peraltro evidenziato che l'operazione potrebbe invece beneficiare dell'ulteriore ipotesi di esenzione prevista al n. 3 dell'art. 49, comma 1, lett. b), del Reg. Emittenti. Ai sensi di tale previsione, sono infatti esentate le operazioni di salvataggio legate a situazioni di crisi non riconducibile alle precedenti ipotesi (di cui ai nn. 1 e 2 dell'articolo), purché l'operazione sia approvata da parte dei soci indipendenti, mediante il c.d. *whitewash* (e cioè senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi dall'acquirente e dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di maggioranza anche relativa, purché superiore al 10 per cento).

A giudizio della CONSOB, infatti, "il semplice timore che l'operazione non incontrerà il favore dei soci indipendenti, sia pure in considerazione del comportamento in passato tenuto da questi ultimi in relazione all'esercizio del diritto di voto", paventato nella richiesta di esenzione, non può in alcun modo portare alla disapplicazione del meccanismo del c.d. *whitewash* e alla sua "sostituzione" con un provvedimento motivato di esenzione ai sensi dell'art. 106, comma 6, del TUF.

L'esenzione per operazione di "salvataggio di società in crisi" tramite il c.d. *whitewash*

Successivamente, con la Comunicazione CONSOB n. 12002448 del 12 gennaio 2012, la CONSOB è intervenuta nuovamente sul tema delle esenzioni "da salvataggio", ma questa volta esprimendosi positivamente e confermando la sussistenza nel caso di specie dei presupposti per l'esenzione prevista al n. 3 dell'art. 49, comma 1, lett. b), del Reg. Emittenti (salvataggio legato ad una situazione di crisi non riconducibile alle ipotesi di crisi conclamate ma approvato da parte dei soci indipendenti, mediante il c.d. *whitewash*).

In ragione dello stato di crisi di un emittente quotato e al fine di dare attuazione ad un piano di risanamento, il Consiglio di Amministrazione di una società quotata aveva convocato l'assemblea straordinaria formulando due proposte alternative di aumento di capitale, l'una con esclusione e l'altra senza esclusione del diritto di opzione. L'emittente, al fine di favorire l'approvazione della relativa delibera, aveva promosso una sollecitazione di deleghe, ovvero una richiesta di conferimento della rappresentanza per l'esercizio del voto in assemblea da parte dei propri azionisti. Nel relativo prospetto di sollecitazione era stato precisato che l'approvazione da parte dell'assemblea dell'aumento di capitale riservato (e cioè con esclusione del diritto di opzione) tramite il meccanismo del c.d. *whitewash* avrebbe comportato l'esenzione dall'obbligo di OPA per i soggetti che lo avessero sottoscritto e avessero stipulato tra loro un patto parasociale. Non tutti tali soggetti erano tuttavia noti al momento della delibera assembleare: fatta eccezione per la società Alfa, ulteriori sottoscrittori, secondo quanto indicato nel prospetto di sollecitazione, avrebbero potuto essere individuati in investitori qualificati ovvero società industriali appartenenti allo stesso settore dell'emittente.

Successivamente, dopo l'approvazione dell'aumento di capitale, l'emittente e un'altra società industriale (Beta) avevano stipulato un accordo di sottoscrizione dell'aumento di capitale della prima, nell'ambito di un più ampio piano industriale di risanamento dell'emittente, con conseguente superamento della soglia del 30% del capitale dell'emittente rilevante ai fini dell'obbligo di promuovere l'OPA obbligatoria a carico di Alfa e Beta (a seguito della stipula di un patto parasociale tra le stesse).

Tuttavia, secondo la tesi sottoposta alla CONSOB, l'approvazione dell'operazione da parte dell'assemblea straordinaria con il meccanismo del c.d. *whitewash* rendeva applicabile l'esenzione da salvataggio di cui al n. 3 dell'art. 49, comma 1, lett. b) del Reg. Emittenti, anche se al tempo della deliberazione l'identità di Beta non era ancora nota agli azionisti. Ciò in quanto i soci erano in possesso di un complesso informativo tale da permettere loro non soltanto di scegliere fra due alternative, l'una delle quali avrebbe posto l'onere del risanamento dell'emittente a loro carico, ma anche di decidere consapevolmente se concedere o meno a terzi, nel caso di aumento di capitale senza diritto di opzione, la possibilità di intervenire nel capitale della società per favorire il salvataggio, beneficiando dell'esenzione dall'obbligo di promuovere l'OPA obbligatoria.

La CONSOB ha condiviso tale argomentazione, fondandosi sulla circostanza che la relazione degli amministratori indicava tutti gli elementi necessari affinché i soci potessero esercitare il diritto di voto in maniera informata, tra cui informazioni dettagliate sulle motivazioni e destinazione degli aumenti di capitale, sui criteri per la determinazione del prezzo, sulla

relativa diluizione prevista nonché sulle caratteristiche che i nuovi investitori (successivamente individuati in Beta) avrebbero dovuto avere. A giudizio dell'Autorità, i soci avevano pertanto espresso una decisione consapevole in ordine all'inapplicabilità degli obblighi di OPA derivanti dall'approvazione della delibera tramite il meccanismo del c.d. *whitewash* e, pertanto, ha confermato la sussistenza dei presupposti per l'esenzione prevista dall'art. 49, comma 1, lett. b), n. 3, Reg. Emittenti.

L'esenzione per precedente offerta pubblica volontaria totalitaria

L'art. 106, comma 4°, del TUF prevede un'ipotesi di esenzione dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto a favore di coloro che abbiano raggiunto la partecipazione rilevante a seguito di una precedente offerta pubblica volontaria di acquisto o scambio rivolta a tutti i possessori di titoli per la totalità dei titoli in loro possesso purchè, nel caso di offerta pubblica di scambio, siano offerti titoli quotati in un mercato regolamentato di uno Stato comunitario o sia offerto come alternativa un corrispettivo in contanti.

La Comunicazione CONSOB n. 12019484 del 16 marzo 2012 ha rappresentato l'occasione per chiarire alcuni presupposti applicativi di tale esenzione.

L'operazione prospettata alla CONSOB, nel caso di specie, prevedeva il lancio di un'offerta pubblica di scambio totalitaria promossa dalla società quotata KME Group S.p.A. ("**Kme**") sulle proprie azioni e avente come corrispettivo obbligazioni emesse contestualmente dalla medesima società e da quotare sul Mercato Telematico delle Obbligazioni (a cui sarebbe stato attribuito il diritto di voto per la nomina di un amministratore indipendente in via extra-assembleare).

Come conseguenza dell'offerta (per effetto dell'acquisto delle azioni proprie da parte di Kme e del loro successivo annullamento), l'azionista di controllo di Kme, accrescendo la propria partecipazione in misura superiore al 5% annuo, avrebbe superato la soglia rilevante ai fini dell'OPA c.d. "da consolidamento". Nel quesito sottoposto all'Autorità, è stato tuttavia chiesto di esentare tale azionista di controllo da obblighi di OPA a suo carico in quanto la partecipazione rilevante ai fini dell'OPA obbligatoria sarebbe dal medesimo raggiunta a seguito di una precedente offerta pubblica volontaria di scambio totalitaria e, pertanto, in aderenza al dettato dell'art. 106, comma 4, del TUF.

Nella propria disamina la CONSOB ha fondato la propria analisi sulle caratteristiche che, ai sensi dell'art. 106, comma 4, del TUF gli strumenti offerti in scambio nella preventiva offerta totalitaria devono avere, al fine di rappresentare una condizione esimente dall'obbligo di lanciare una successiva OPA (e cioè sulla nozione di titoli quotati in un mercato regolamentato di uno Stato comunitario).

Poiché per "titoli", secondo la definizione contenuta nel TUF, si intendono gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria, secondo la CONSOB il legislatore nazionale ha, da un lato, voluto estendere il campo di applicazione a fattispecie diverse dalle azioni *stricto sensu* intese (che tipicamente hanno diritto di voto), ma, per altro verso, ha stabilito comunque un limite nel requisito del diritto di voto nell'assemblea ordinaria o straordinaria.

Ciò premesso, non potrebbero essere ricondotti alla nozione di titoli quegli strumenti finanziari che attribuiscono un diritto di voto esercitabile solo esternamente all'assemblea, ovvero sia indirettamente attraverso modalità diverse (assemblee di categoria, espressione di pareri/veti, patti parasociali). Pertanto nel caso di specie l'esenzione in parola risulterebbe applicabile solo qualora alle obbligazioni offerte in scambio venisse attribuito non un diritto di voto extra assembleare, bensì un diritto di voto diretto - cioè in sede assembleare - per la nomina di un amministratore indipendente.

Inoltre, poiché ai fini dell'OPA esimente è necessario non solo che vengano offerti titoli (secondo il significato appena illustrato) ma deve anche trattarsi di titoli quotati su un mercato regolamentato, la CONSOB ha analizzato anche questo ulteriore requisito, volendo chiarire se con tale termine debba farsi riferimento a titoli già oggetto di negoziazione ovvero se sia sufficiente, ai fini dell'esenzione, che in relazione a tali titoli sia stato emesso un provvedimento di ammissione alla negoziazione (come prospettato nel caso di specie).

Nel valutare la questione, la CONSOB ha evidenziato la differenziazione terminologica che emerge dalla lettura dell'articolo 106 del TUF, laddove si rileva la compresenza di due termini diversi: "quotati" ed "ammessi alla negoziazione". Mentre infatti nel comma 4 in commento, in relazione al corrispettivo dell'OPA preventiva esimente, ci si riferisce a titoli quotati, nel comma 2 bis, in relazione al corrispettivo dell'OPA obbligatoria, si utilizza il termine "ammessi alla negoziazione".

Secondo la CONSOB, tale differenziazione terminologica è indice di una chiara volontà del legislatore di richiedere che i titoli offerti in scambio nell'ambito della precedente OPA totalitaria siano effettivamente già oggetto di negoziazioni (non essendo sufficiente allo scopo un provvedimento di ammissione alle negoziazioni). E ciò in ragione della *ratio* del legislatore di apprestare una maggiore tutela in caso di OPA volontaria- "garantendo non solo l'elemento della liquidabilità ma anche quello dell'effettiva valorizzazione attraverso l'intervenuta negoziazione sul mercato borsistico" - in ragione della connotazione di quest'ultima in termini di libera iniziativa, rispetto all'OPA obbligatoria (connotata da un maggior coinvolgimento dell'attività di vigilanza).

Il complesso sistema delle esenzioni nel caso Fondiaria-Sai

L'ultima pronuncia della CONSOB in ordine cronologico (Comunicazione CONSOB n. 12044042 del 24 maggio 2012) ha riguardato il discusso caso dell'articolata operazione di integrazione, da realizzarsi tramite fusione, tra Unipol Assicurazioni S.p.A. ("**Unipol Assicurazioni**") e le società quotate Premafin Finanziaria S.p.A. - *Holding* di Partecipazioni ("**Premafin**"), Fondiaria Sai S.p.A. ("**Fonsai**") e Milano Assicurazioni S.p.A. ("**Milano Assicurazioni**") (società, quest'ultime, entrambe controllate da Premafin).

Il quesito sottoposto all'Autorità prende le mosse da una richiesta inviata dall'ISVAP a Premafin e a Fonsai nel gennaio 2012, con la quale l'autorità di vigilanza ha richiesto alle due società di trasmettere i dettagli di un piano di intervento volto ad assicurare una adeguata ricapitalizzazione di Fonsai al fine di garantire la solvibilità, anche futura, di tale società e delle sue controllate.

In tale contesto, Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. ("**UGF**"), società controllante di Unipol Assicurazioni, e Premafin hanno sottoscritto un accordo di investimento, avente ad oggetto il menzionato progetto di integrazione, articolato nelle seguenti fasi:

- a) aumento del capitale sociale di Fonsai in opzione per un importo complessivo massimo di Euro 1.100 milioni, finalizzato a realizzare una ricapitalizzazione della società secondo le prescrizioni dell'ISVAP;
- b) aumento del capitale sociale di UGF per un ammontare massimo complessivo di Euro 1.100 milioni, finalizzato a:
 - i) sottoscrivere un aumento di capitale di Premafin riservato ad UGF per un importo massimo di Euro 400 milioni, al fine di dotare Premafin delle risorse finanziarie necessarie a sottoscrivere integralmente, per la quota di pertinenza, il menzionato aumento di capitale di Fonsai; e
 - ii) corredare la controllata Unipol Assicurazioni dei mezzi patrimoniali idonei a consentire all'entità risultante dalla fusione di rispettare le regole della disciplina di settore in materia di margine di solvibilità delle compagnie di assicurazione;
- c) predisposizione, da parte di Premafin, di un piano di risanamento ai sensi dell'art. 67, comma 3, lett. d), della Legge Fallimentare da attuarsi, *inter alia*, mediante l'approvazione di uno specifico aumento di capitale;
- d) fusione per incorporazione di Premafin, Milano Assicurazioni e Unipol Assicurazioni in Fonsai.

In esito alla realizzazione di tale progetto, UGF si troverebbe a superare le soglie di partecipazione rilevanti ai fini dell'OPA obbligatoria. Infatti, per effetto della sottoscrizione dell'aumento di capitale di Premafin sub b)(i), UGF si troverebbe a detenere direttamente una quota del capitale con diritto di voto di Premafin superiore al 50%, e sarebbe pertanto obbligata a lanciare un'OPA obbligatoria su Premafin ai sensi dell'art. 106, comma 1, del TUF.

Inoltre, poiché per effetto della sottoscrizione del medesimo aumento di capitale UGF verrebbe a detenere, indirettamente, una quota del capitale con diritto di voto di Fonsai superiore al 30% e una quota del capitale con diritto di voto di Milano Assicurazioni superiore al 60%, la società potrebbe anche essere tenuta a promuovere un'OPA obbligatoria c.d. indiretta (o a cascata). Ai sensi dell'art. 45 del Reg. Emittenti, infatti, l'acquirente di una partecipazione superiore al 30% delle azioni con diritto di voto di una società quotata (o del controllo di una società non quotata), qualora venga a detenere indirettamente più del 30% delle azioni con diritto di voto di un'altra quotata, è obbligato a lanciare un'OPA (anche) su quest'ultima società, se il patrimonio della prima società è costituito in prevalenza da partecipazioni in società quotate (o in società che detengono in misura prevalente partecipazioni in società quotate). L'obbligo di OPA scatta, ai sensi di quanto previsto dalla norma citata, solo ove la prevalenza sia confermata da una delle due condizioni: (a) il valore contabile della partecipazione rappresenta più di un terzo dell'attivo patrimoniale ed è superiore ad ogni altra immobilizzazione iscritta nel bilancio della società partecipante (criterio di prevalenza c.d. oggettivo); ovvero (b) il valore attribuito alla partecipazione rappresenta più di un terzo e costituisce la componente principale del prezzo di acquisto dei titoli della società partecipante (criterio di prevalenza c.d. qualitativo).

Infine, in conseguenza del perfezionamento della fusione e dei rapporti di concambio che verrebbero determinati, nell'esercizio delle rispettive discrezionalità valutative, dai competenti organi delle società partecipanti alla fusione, UGF potrebbe trovarsi a incrementare la propria partecipazione in Fonsai (quale società risultante dalla fusione) in misura superiore alla soglia del 5% annuo. In ragione di ciò, potrebbe trovarsi obbligata a promuovere un'OPA c.d. da consolidamento ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. b) del TUF e 46 del Reg. Emittenti (che impongono un obbligo di OPA su colui che, detenendo una partecipazione compresa tra il 30% e il 50%, incrementa la propria partecipazione in misura superiore al 5% in un periodo di 12 mesi).

Nel quesito proposto, la richiesta di esenzione viene fondata sul presupposto che l'acquisto da parte di UGF del controllo diretto di Premafin e del controllo indiretto (di fatto) di Fonsai e (di diritto) di Milano Assicurazioni, da un lato, e l'incremento della partecipazione che la stessa UGF verrebbe a detenere in Fonsai quale società risultante dalla fusione, dall'altro, costituirebbero profili solo cronologicamente distinti, ma da trattarsi, sul piano logico e tecnico, come fasi o elementi di un unico procedimento volto al ripristino di livelli di solvibilità corretta sia attuale che futura del gruppo Fonsai. Ciò comporterebbe l'attivazione di meccanismi di esenzione che esonererebbero UGF dagli obblighi di cui all'art. 106 e ss. TUF.

In particolare, secondo quanto rappresentato nel quesito, l'acquisizione della partecipazione in Premafin non dovrebbe far scattare alcun obbligo di lanciare un'offerta pubblica in virtù dell'esenzione di cui all'art. 49, comma 1, lett. b), n. 2 del Reg. Emittenti. Si tratterebbe infatti di un acquisto compiuto (i) tramite la sottoscrizione di un aumento di capitale riservato, finalizzato al salvataggio della società in crisi, (ii) in assenza di altri acquisti effettuati o pattuiti nei dodici mesi precedenti e (iii) nell'ambito di un piano di risanamento ex art. 67, comma 3, lett. d), della Legge Fallimentare (in aderenza, pertanto, alle condizioni fissate dalla norma citata per il riconoscimento dell'esenzione).

Per l'acquisto indiretto di azioni di Milano Assicurazioni, si afferma ancora nel quesito, non sorgerebbe inoltre alcun obbligo di OPA a carico di UGF, in quanto non verrebbero superate le due condizioni sopra menzionate ai fini dell'OPA indiretta. Per quanto riguarda Fonsai (per la quale si verificherebbe il superamento della condizione sub (a)), il relativo acquisto dovrebbe invece essere esentato ai sensi dell'art. 49, comma 1, lett. b), n. 1 (iii) del Reg. Emittenti. Si tratterebbe infatti di acquisto compiuto nell'ambito di una ricapitalizzazione al fine di far fronte ad una situazione di crisi attestata da una richiesta formulata da un'autorità di vigilanza prudenziale.

Infine, si afferma sempre nel quesito, il superamento della soglia rilevante per effetto del consolidamento della posizione partecipativa di UGF in Fonsai a seguito della fusione non sarebbe rilevante ai fini della disciplina OPA, in quanto tale fusione, lungi dal costituire un momento separato dalla sottoscrizione dell'aumento di capitale Premafin da parte di UGF, ne rappresenterebbe il presupposto essenziale nell'ambito dell'unico procedimento volto al ripristino di corretti livelli di solvibilità attuale e futura del gruppo Fonsai.

L'esenzione nell'aumento di capitale di Premafin

Al fine di valutare l'applicabilità dell'esenzione prevista all'art. 49, comma 1, lett. b), n. 2 del Reg. Emittenti al caso di specie (in quanto il superamento avverrebbe a seguito della sottoscrizione di un aumento di capitale riservato a UGF finalizzato al salvataggio di Premafin, in assenza di altri acquisti effettuati o pattuiti nei dodici mesi precedenti e nell'ambito di un piano di risanamento ex art. 67, comma 3, lett. d), della Legge Fallimentare) la CONSOB ha in primo luogo richiamato quanto esposto nella Comunicazione CONSOB n. 11081302 del 30 settembre 2011 di cui *supra* (secondo cui "la ratio della previsione de qua è da rintracciarsi nel fatto che ove il superamento della soglia rilevante avvenga sottoscrivendo un

aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, si realizza la duplice conseguenza per cui: i) i fondi investiti dall'azionista che acquisisce il controllo sono volti ad incrementare il patrimonio della società e non quello dei singoli soci che eventualmente cedano la propria partecipazione o i propri diritti di opzione; ii) si garantisce una piena parità di trattamento tra tutti i soci, che in maniera eguale subiscono l'effetto diluitivo derivante dalla sottoscrizione dell'aumento di capitale da parte del nuovo socio e non beneficiano della possibilità di exit dalla società".

Sulla base di questa premessa, la CONSOB ha valutato la natura di alcune ulteriori pattuizioni tra UGF e Premafin contenute in documenti ancillari (una c.d. *side letter*) con cui UGF ha, da un lato, rinunciato all'esercizio dell'azione di responsabilità nei confronti di tutti gli amministratori e sindaci in carica negli ultimi cinque anni in Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni (e nelle rispettive controllate) e, dall'altro, si è impegnata a manlevare Premafin qualora, contrariamente agli accordi presi, un'azione sociale di responsabilità venisse comunque deliberata.

Secondo l'Autorità, tali accordi comportano l'attribuzione di benefici economici a favore degli azionisti di controllo uscenti, il cui costo è sostenuto non solo dal nuovo azionista di controllo, ma anche potenzialmente dagli altri azionisti di Premafin (in termini di rinuncia ai possibili proventi derivanti dal risarcimento di eventuali danni). Tali benefici sono pertanto incompatibili con un'operazione di salvataggio rispettosa del principio di parità di trattamento fra tutti i soci. L'applicabilità dell'esenzione in parola è stata quindi condizionata alla revoca degli obblighi contenuti nella c.d. *side letter*.

La fusione contemplerebbe, inoltre, l'attribuzione di un diritto di recesso in capo ai soci Premafin in quanto la società muterebbe il proprio oggetto sociale (da *holding* di partecipazioni a società operativa). A tal proposito, la Commissione si è riservata di ritenere comunque non applicabile l'esenzione qualora gli attuali azionisti di riferimento di Premafin esercitino il diritto di recesso loro spettante. L'esercizio di tale diritto potrebbe infatti rappresentare un indizio significativo dell'esistenza di intese in contrasto con la finalità di salvataggio ed il principio di parità di trattamento (in quanto potrebbe portare a ritenere che i soci di Premafin abbiano concordato preventivamente una buonuscita quale contropartita della perdita della loro posizione di controllanti). Il successivo acquisto da parte di UGF (o di soggetti allo stesso riconducibili) delle azioni dei soci recedenti potrebbe così impedire alla stessa di avvalersi dell'esenzione, sia perché darebbe ai soci di Premafin un vantaggio economico incompatibile con il disegno complessivo di ripatrimonializzazione, sia perché potrebbe essere considerato un "*acquisto pattuito nei dodici mesi precedenti*" e, come tale, incompatibile con i presupposti richiesti dalla norma regolamentare in discorso (che invece richiede, al fine di consentire l'operatività dell'esenzione in esame, che l'acquisto rilevante per l'OPA obbligatoria sia compiuto in assenza di altri acquisti effettuati o pattuiti nei dodici mesi precedenti).

L'esenzione nell'acquisto indiretto di azioni Fonsai e Milano Assicurazioni

Al fine di valutare se gli acquisti indiretti di una partecipazione superiore al 30% in Fonsai (tramite Premafin) e superiore al 60% in Milano Assicurazioni (tramite Premafin e Fonsai) possano far scattare obblighi di OPA a cascata, la Commissione ha in primo luogo verificato la ricorrenza, nei casi in esame, delle condizioni di prevalenza previste dall'art. 45 del Reg. Emittenti (di cui *supra*).

Acquisto indiretto di azioni Fonsai

Per quanto riguarda l'acquisto indiretto di azioni Fonsai, la condizione prevista dall'art. 45, comma 3, lett. a) del Reg. Emittenti (c.d. criterio di prevalenza oggettiva) risulterebbero certamente integrata, in quanto la partecipazione detenuta da Premafin in Fonsai è la principale partecipazione detenuta, rappresentando più di un terzo dell'attivo patrimoniale ed essendo superiore ad ogni altra immobilizzazione iscritta in bilancio. Di conseguenza, l'acquisto di tale partecipazione farebbe scattare un obbligo di OPA a cascata a carico di UGF.

Nel caso di specie, la CONSOB ha tuttavia ritenuto che all'acquisto potenzialmente rilevante sia applicabile l'esenzione prevista dall'art. 49, comma 1, lett. b), n. 1 (iii) del Reg. Emittenti, ritenendo sussistere i requisiti richiesti dalla norma citata ai fini del riconoscimento dell'esenzione (ovvero un acquisto compiuto nell'ambito di una ricapitalizzazione al fine di far fronte ad una situazione di crisi attestata da una richiesta formulata da un'autorità di vigilanza prudenziale). Al riguardo, l'Autorità ha ritenuto che la sottoscrizione dell'aumento di capitale di Premafin da parte di UGF (con il conseguente superamento della soglia dell'OPA indiretta) sia un semplice atto strumentale al progetto di integrazione, esclusivamente finalizzato a dotare Premafin delle risorse finanziarie necessarie per consentirle di sottoscrivere, per la quota di competenza, l'aumento di capitale di Fonsai e, come tale, meritevole di esenzione. La sottoscrizione dell'aumento di capitale di Fonsai, a sua volta, è finalizzata a consentire a Fonsai di compiere un primo indispensabile passo verso il soddisfacimento delle richieste ad essa rivolte dall'ISVAP.

Acquisto indiretto di azioni Milano Assicurazioni

Come per l'acquisto di azioni Fonsai, anche per quanto riguarda l'acquisto indiretto di azioni di Milano Assicurazioni la Commissione ha in primo luogo valutato la ricorrenza delle condizioni di prevalenza di cui all'art. 45 del Reg. Emittenti, rilevanti ai fini dell'obbligo di OPA a cascata.

Poiché il valore della partecipazione detenuta da Fonsai in Milano Assicurazioni rappresenta solamente circa il 6,6% del totale dell'attivo, il criterio della prevalenza oggettiva (che richiede che il valore contabile della partecipazione rappresenti più di un terzo dell'attivo patrimoniale e sia superiore ad ogni altra immobilizzazione iscritta nel bilancio della società partecipante) non risulta superato nel caso di specie. Per quanto riguarda, invece, il criterio di natura valutativa di cui alla lett. b) (secondo il quale *"la prevalenza ricorre qualora il valore attribuito alle partecipazioni rappresenta più di un terzo e costituisce la componente principale del prezzo di acquisto dei titoli della società partecipante"*), poiché il medesimo fa riferimento, in primo luogo, alla valorizzazione effettuata dalle parti in merito alla partecipazione (valorizzazione al momento non ancora effettuata nel caso in esame), la CONSOB ha ritenuto di non potersi pronunciare sul punto fino a quando il quadro informativo non sarà completato dalle decisioni di natura valutativa che le società interessate dovranno assumere in vista della progettata fusione.

L'esenzione nella fusione di Premafin, Milano Assicurazioni e Unipol Assicurazioni in Fonsai

La fase finale del progetto di integrazione è costituita dalla fusione per incorporazione di Premafin, Milano Assicurazioni e Unipol Assicurazioni in Fonsai, il cui perfezionamento comporterà per UGF un incremento della partecipazione detenuta in Fonsai (quale società risultante dalla fusione) superiore al 5% nell'arco dei dodici mesi, con conseguente obbligo di OPA c.d. da consolidamento

Relativamente all'incorporazione di Milano Assicurazioni e Unipol Assicurazioni in Fonsai, la Commissione ha tuttavia ritenuto che a tale fusione sia applicabile l'esenzione di cui all'art. 49, comma 1, lett. b), n. 1 (iii), del Reg. Emittenti - in quanto l'acquisto da parte di UGF sarebbe compiuto nell'ambito di piano di rafforzamento patrimoniale al fine di far fronte ad una situazione di crisi attestata da una richiesta formulata da un'autorità di vigilanza prudenziale – ben potendo la fusione rappresentare un intervento di *"rafforzamento patrimoniale"* secondo le prescrizioni della norma citata.

Tale conclusione non viene smentita dal fatto che la fusione sia preceduta da un aumento di capitale che, a sua volta, realizza un rafforzamento patrimoniale, in quanto l'operazione in esame (composta prima dall'aumento di capitale di Fonsai e, poi, dalla fusione) rappresenta un'operazione complessa di rafforzamento patrimoniale intrinsecamente unitaria.

Anche qualora si voglia, nel valutare l'operazione, procedere ad una sua scomposizione in singoli atti, comunque fra loro connessi, la circostanza che la fusione sia successiva ad un primo intervento di ricapitalizzazione volto a determinare condizioni minime di continuità aziendale non è sufficiente, a giudizio dell'Autorità, ad escludere l'operatività dell'esenzione in presenza di un'operazione, predisposta a seguito di una richiesta dell'autorità di vigilanza prudenziale, nonché giudicata dalla stessa idonea a stabilizzare nel tempo l'intervento di rafforzamento patrimoniale.

Tuttavia, poiché l'ISVAP dovrà valutare l'idoneità dell'operazione al ripristino in modo stabile dei margini di solvibilità al momento dell'autorizzazione dell'operazione di fusione, il giudizio espresso dalla CONSOB ai fini dell'operatività dell'esenzione è stato condizionato alla circostanza che, in quella sede, l'Istituto ritenga che la fusione costituisca in effetti parte integrante del soddisfacimento delle richieste dallo stesso formulate.

Per quanto riguarda invece l'incorporazione di Premafin in Fonsai, nel presupposto (da confermare sulla base dei dati definitivi) che, a differenza dell'incorporazione in Fonsai di Unipol Assicurazioni e di Milano Assicurazioni, la stessa apporterebbe un contributo negativo sul margine di solvibilità dell'incorporante, la CONSOB ha ritenuto che tale parte dell'operazione complessiva non possa essere considerata un rafforzamento patrimoniale di Fonsai rispondente alla richiesta dell'ISVAP (e, pertanto, non sarebbero soddisfatte le condizioni previste dall'art. 49, comma 1, lett. b), n. 1 (iii), del Reg. Emittenti ai fini dell'operatività dell'esenzione). Conseguentemente, una volta accertati i concreti rapporti di concambio, si dovrà valutare se l'incremento partecipativo di UGF in Fonsai, dovuto alla sola incorporazione di Premafin, determini un superamento della soglia rilevante del 5%: in tal caso, UGF sarebbe tenuta a promuovere un'OPA da consolidamento.

Conclusioni

Il tema delle esenzioni appare caratterizzato da una grande complessità, sia per la grande tecnicità della norme (primarie e secondarie), sia per l'incertezza interpretativa che consegue, necessariamente, al ruolo attribuito alla CONSOB in tema di deroghe "individuali" e non e, quindi, di esenzioni.

Certamente, nell'attuale quadro economico, le esenzioni da c.d. "salvataggio di società in crisi" possono rappresentare un valido strumento per sostenere imprese in difficoltà che, a mezzo di riorganizzazioni, ricapitalizzazioni o altre operazioni di tal fatta, possono attingere a nuovi.

Altrettanto sicuramente il sistema delle esenzioni deve essere utilizzato con grande cautela senza sottovalutare i principi legali sottostanti e la *ratio* delle norme in questione. Osservate queste doverose cautele, tale sistema si rivelerà un valido strumento anche per fare fronte alle contingenti esigenze delle imprese in crisi.