CONSOB

Comunicazione n. DEM/10064646 del 22-7-2010

inviata allo studio legale … e allo studio legale …

Oggetto: *[… società A …]* - Richiesta di parere in merito all'applicabilità della disciplina OPA rispetto agli accordi di *partnership* fra *[… società Y …], [… società B …]* e *[… società X …]*

Si fa riferimento alla nota inviata in data 16 luglio u.s. con la quale gli Studi Legali in indirizzo hanno richiesto alla Consob, in nome e per conto delle società *[… società Y ...]*, *[… società B ...]* e *[… società X ...]* un parere in merito all'applicabilità della disciplina dell'OPA obbligatoria all'operazione di ingresso di *[… società X ...]* nel capitale di *[… società B ...]* e di *[… società A ...]* e contestuale stipula di patti parasociali.

1.1.Struttura dell'operazione prospettata

In data … *[… società Y ...]*, *[… società B ...]* e *[… società X ...]* hanno annunciato al mercato di aver sottoscritto un accordo (di seguito "Accordo Quadro") al fine di conferire stabilità e durevolezza alla loro *partnership*. In esecuzione dell'Accordo Quadro:

- *[… società X ...]* acquisirà da *[… società B ...]* un numero di azioni ordinarie *[… società A ...]* pari all'… del capitale. A seguito di tale acquisizione *[… società X ...]* deterrà il … del capitale di *[… società A ...]*, mentre *[… società B ...]* scenderà al …;

- *[… società X ...]* acquisirà il … del capitale di *[… società B …* detenuto da *[… società W ...]* e da *[… società Z …*]. A seguito di tale acquisizione *[… società X ...]* sarà il secondo azionista più rilevante di *[… società B …*] dopo *[… società Y ...]*, che detiene il …;

- contestualmente all'acquisizione dell'… del capitale di *[… società A ...]*, *[… società Y ...]*, *[… società B ...]* e *[… società X ...]* sottoscriveranno un nuovo accordo parasociale avente ad oggetto specifici aspetti concernenti la partecipazione in *[… società A ...]*, che sostituirà integralmente quello attualmente in essere tra *[… società X ...]* e *[… società B ...]* e vincolerà la medesima partecipazione complessiva del …;

- successivamente all'acquisizione da parte di *[… società X ...]* del … del capitale di *[… società B ...]*, *[… società Y ...]* e *[… società X ...]* sottoscriveranno un accordo parasociale avente ad oggetto le partecipazioni rispettivamente detenute in *[… società B ...]*.

I suddetti accordi parasociali, a cui le Parti apporteranno la totalità delle azioni *[… società A ...]* e *[… società B ...]* in loro possesso, prevederanno procedure di consultazione per l'adozione di determinate decisioni di competenza degli organi sociali su materie attinenti alla gestione industriale e finanziaria e maggioranze qualificate per il compimento di alcune operazioni straordinarie nonché un'adeguata rappresentanza di *[… società X ...]* negli organi consiliari di *[… società B ...]* e *[… società A ...]*.

Gli accordi prevederanno, inoltre, un diritto di prelazione reciproco in caso di cessione delle azioni *[… società B ...]* e/o *[… società A ...]* e un diritto di covendita a favore di *[… società X ...]* in caso di cessione di azioni *[… società B ...]* e/o *[… società A ...]* da parte di *[… società Y ...]*.

1.2 Contenuto delle pattuizioni parasociali aventi ad oggetto le azioni *[… società A…]*

Il nuovo accordo prevederà il diritto di *[… società X …]* di designare un amministratore di *[… società A …]*, in aggiunta a quello designato in forza del patto attualmente esistente, e, al primo rinnovo integrale del Consiglio, il diritto di *[… società X …]* di indicare quattro (o tre nel caso vi sia una lista di minoranza) componenti del cda su un totale di 15 ma solo nella misura in cui *[… società Y …]*, per il tramite di *[… società B …]*, mantenga comunque il diritto di nominare la maggioranza assoluta dei componenti.

E' altresì previsto che nessuna decisione in merito a materie rilevanti (operazioni che abbiano l'effetto di diluire la partecipazione di *[… società X …]* in *[… società A …]*, assunzione in qualsiasi forma di nuovo debito che determini un incremento della posizione debitoria di *[… società A …]* superiore a Euro 40 Mln, proposte di fusioni, trasformazioni, scissioni e liquidazione, nonché qualsiasi altra operazione straordinaria avente un valore superiore a Euro 40Mln) venga presa senza il voto favorevole di due consiglieri designati da *[… società X …]*.

Gli obblighi di consultazione reciproca riguarderanno poi le altre operazioni rilevanti e, con particolare riferimento ad atti di disposizione della partecipazione in *[… società C …]*, è prevista una procedura di consultazione "rafforzata" articolata in più fasi. Tale procedura, in caso di dissenso tra le parti, consentirebbe al consiglio di amministrazione di *[… società A …]* di approvare (con maggioranza semplice) tali atti di disposizione di azioni *[… società C …]*, quando fossero trascorsi 12 mesi (più ulteriori tre mesi per completare il trasferimento) dall'avvio della consultazione. Sono altresì previste talune clausole di co-vendita e di prelazione.

1.3 Contenuto delle pattuizioni parasociali aventi ad oggetto le azioni *[… società B …]*

Il patto che verrà sottoscritto da *[… società Y …]* e *[… società X …]* in relazione alle partecipazioni in *[… società B …]* possedute prevederà:

- che il cda sarà composto da 7 componenti, di cui 4 nominati da *[… società Y …]* e 3 da *[… società X …]*;

- che su talune materie riservate (tra le altre, atti di disposizione di azioni *[… società A …]* che riducano la partecipazione detenuta da *[… società B …]* al di sotto del 40% del capitale, atti di disposizione di beni del valore superiore a Euro 5Mln; fusioni, trasformazioni, scissioni e liquidazione di *[… società B …]*; operazioni straordinarie del valore superiore a Euro 10Mln, operazioni diluitive della partecipazione di *[… società X …]*, assunzione di debito ulteriore superiore a Euro10Mln., determinazioni in merito all'esercizio del diritto di voto nell'assemblea *[… società A …]*) il cda deliberi con maggioranze rafforzate (voto favorevole di due dei tre amministratori designati da *[… società X …]*);

- che l'Assemblea di *[… società B …]* non possa deliberare senza il voto favorevole di *[… società X …]* su operazioni diluitive della sua partecipazione, fusioni, trasformazioni, scissione e liquidazione di *[… società B …]*, operazioni di valore superiore a Euro 10Mln e modifiche statutarie pregiudizievoli per i diritti di *[… società X …]*;

- impegni di consultazione;

- limiti al trasferimento delle partecipazioni possedute.

1.4 Considerazioni degli Studi Legali

Ad avviso degli Studi Legali l'operazione prospettata non comporta in capo ad alcuno dei soggetti coinvolti obblighi di offerta pubblica di acquisto.

L'operazione infatti non sarebbe idonea ad alterare in modo significativo l'assetto di governo di *[… società A …]*, in quanto né l'acquisto della partecipazione di *[… società X …]* in *[… società A …]* né l'ingresso del medesimo in *[… società B …]* né i diritti spettanti a *[… società X …]* in base al Patto *[… società B …]* e/o al Patto *[… società A …]* avrebbero l'effetto di far venire meno o pregiudicare l'attuale posizione di controllo solitario esercitato su *[… società A …]* dal socio accomandatario di *[… società Y …]* (per il tramite di *[… società B …]*) ai sensi dell'art. 93 del D.Lgs n. 58/98 (TUF).

Al riguardo gli Studi Legali, citando una serie di precedenti conformi, hanno ritenuto di enucleare i seguenti principi.

1. La valutazione della sussistenza di un rapporto di controllo (sia esso di diritto o di fatto) deve essere effettuata con riferimento alle materie di competenza dell'assemblea ordinaria;

2. in fattispecie assimilabili a quella prevista (riduzione, a non meno del 30%, della partecipazione del socio di controllo di diritto con mantenimento del controllo di fatto con contestuale acquisto da parte di un altro socio di una partecipazione inferiore al 30% e stipula di un patto parasociale che lasci invariato il diritto del primo di esercitare un controllo di fatto sulla quotata) è stato ritenuto che non sussistano obblighi di offerta;

3. per valutare la permanenza della posizione di controllo di fatto in capo al vecchio socio, è stato preso in considerazione il mantenimento del diritto di nominare e revocare la maggioranza degli amministratori;

4. ciò è vero anche se si tratti del caso di un investimento di natura industriale, diretto a sviluppare determinati progetti imprenditoriali comuni, che non implica di per sé una situazione di co-controllo della società partecipata.

Secondo gli Studi Legali tali conclusioni sarebbero applicabili anche all'operazione in esame. Ciò in quanto, ad esito dell'operazione:

- la partecipazione *[… società B …]* in *[… società A …]* si ridurrà al di sotto della soglia di controllo di diritto, ma rimarrà comunque la partecipazione di maggioranza relativa (…) ed eccederà sempre la soglia del 30% del capitale di *[… società A …]*;

- la partecipazione di *[… società X …]* in *[… società A …]*, non eccederà quella detenuta da *[… società B …]* né la soglia del 30%, rimanendovi ben al di sotto (…);

- ai sensi del patto *[… società A …]*, *[… società B …]* continuerà ad avere il diritto di nominare la maggioranza degli amministratori di *[… società A …]*, tra cui il Presidente e l'Amministratore delegato (gli amministratori designati da *[… società X …]* non ricopriranno invece cariche esecutive e almeno uno di essi dovrà possedere i requisiti di indipendenza);

- le maggioranze rafforzate a favore di *[… società X …]* per le delibere del cda di *[… società A …]* riguardano solo un numero limitato di materie aventi ad oggetto la gestione non ordinaria di *[… società A …]* e il cui fine è esclusivamente quello della protezione della partecipazione di *[… società X …]* nei confronti di operazioni straordinarie che potrebbero diluirla (es. aumenti di capitale con limitazione o esclusione del diritto di opzione) ovvero operazioni di riorganizzazione che potrebbero stravolgere il profilo della società, nonché nei confronti di un ulteriore incremento del debito per un valore superiore a Euro 40 milioni (da ritenere particolarmente significativo considerando il livello di indebitamento di *[… società A …]* attualmente esistente e il piano concordato con le banche e già in via di esecuzione per la riduzione del medesimo);

- *[… società B …]* continuerà a poter gestire l'attività caratteristica di *[… società A …]* sia a livello di assemblea ordinaria sia a livello di cda potendo la stessa adottare tutte le decisioni relative alla definizione degli indirizzi strategici (ivi inclusa l'acquisizione di ulteriori azioni *[… società C …]*) nonché nelle materie relative al "day by day management" di *[… società A …]*;

Tali considerazioni sono riferibili anche alla clausola sopra citata di procedura "rafforzata" di consultazione in ordine ad ogni operazione di cessione della partecipazione in *[… società C …]*, riguardo alla quale gli Studi Legali osservano che "*tale procedura ha ad oggetto esclusivamente l'ipotesi di disposizione delle azioni [… società C …], non influendo in alcun modo sulle altre decisioni di gestione delle stesse azioni [… società C …] o, se si preferisce, della partecipazione [… società C …]. [… società A …] non ha, in concreto e storicamente, un profilo di holding "dinamica", soprattutto rispetto alla partecipazione [… società C …], che rappresenta per la stessa il principale ed essenziale asset, sostanzialmente coincidente con lo scopo sociale secondo quella che è la comune rappresentazione che anche il mercato riconosce. La "gestione" della partecipazione in [… società C …] per [… società A …] si sostanzia quindi non nella sua dinamica movimentazione, ma anzi nel suo mantenimento e nell'esercizio dei diritti e dei poteri che la relativa titolarità attribuisce al socio di maggioranza relativa. A conferma di ciò si considerino i vincoli già da tempo esistenti sulla partecipazione di [… società A …] in [… società C …], derivanti anzitutto dal Sindacato di Blocco [… società C …] (…), nel quale [… società A …] rappresenta la partecipazione di maggioranza relativa, nonché più recentemente i vincoli imposti dalle banche finanziatrici di [… società A …] negli accordi di rifinanziamento sottoscritti dalla società nel 2009 e resi noti al mercato nel contesto dell'Aumento di Capitale*".

Viene inoltre sottolineato che nell'ipotesi in cui, decorsi i termini per la consultazione "rafforzata", la *[… società B …]* decidesse comunque di procedere all'alienazione della partecipazione in *[… società C …]*, non sono previste sanzioni o penali a carico di *[… società B …]*, ma *[… società X …]* avrebbe esclusivamente la facoltà di recedere anticipatamente dal Patto *[… società A …]* e di richiedere la scissione parziale e non proporzionale di *[… società B …]* mediante trasferimento a favore di una società interamente partecipata da *[… società X …]* di un compendio patrimoniale che dovrebbe in ogni caso comprendere almeno una quota – proporzionale alla partecipazione detenuta da *[… società X …]* in *[… società B …]* – della partecipazione detenuta da *[… società B …]* nel capitale sociale di *[… società A …]*, oltre che, in misura sempre proporzionale, elementi patrimoniali passivi di *[… società B …]*.

A parere degli Studi, può quindi concludersi che la cessione della partecipazione *[… società C …]* da parte di *[… società A …]* sia senz'altro un'operazione non riconducibile alla gestione "ordinaria" della società e sia tale da avere un impatto su tutti gli azionisti della società, e non solo su *[…*

società X ...]. La consultazione pattuita tra le parti del Patto *[... società A ...]* tende dunque semplicemente a proteggere l'investimento di *[... società X ...]* e il profilo di rischio che ha guidato quest'ultima nella propria decisione di investimento.

Ulteriori considerazioni sono poi svolte in ordine alla irrilevanza, ai fini delle conclusioni raggiunte, della parte dell'operazione che contempla l'acquisto da parte di *[... società X ...]* della Partecipazione *[... società B ...]* e la conclusione del Patto avente ad oggetto azioni della *[... società B ...]* tra *[... società Y ...]* e *[... società X ...]*, che attribuirà determinati diritti di *governance* a *[... società X ...]* a livello di *[... società B ...]*, senza modificare in alcun modo la situazione di controllo di *[... società B ...]* che continuerà ad essere esercitato da *[... società Y ...]*.

Concludendo quindi che l'operazione prospettata non avrebbe l'effetto di alterare la posizione del socio che stabilmente esercita il controllo sulla società quotata, viene chiesto alla Commissione di confermare che:

- l'operazione non configura alcun obbligo di offerta ai sensi degli artt. 105 ss. del TUF e degli artt. 45 ss. del Regolamento Emittenti sulle azioni *[... società A ...]* in quanto non idonea ad alterare in modo significativo l'assetto di governo di *[... società A ...]*;

- l'acquisto della Partecipazione *[... società B ...]* (superiore al 30% di *[... società B ...]*) e la stipulazione del Patto *[... società B ...]* non determinano alcun obbligo di offerta ai sensi del combinato disposto degli artt. 106 del TUF e 45 del Regolamento Emittenti, in quanto il predetto acquisto e la successiva sottoscrizione del Patto *[... società B ...]* non comportano un cambio di controllo in *[... società B ...]*.

2. Considerazioni della Consob

Per le considerazioni di seguito esposte, si ritiene che l'operazione sopra descritta non comporti l'applicabilità della disciplina dell'OPA obbligatoria, in linea con quanto già deliberato con riguardo a diverse analoghe operazioni.

In particolare, si ritiene che la descritta operazione non modifichi in modo significativo gli assetti proprietari e di controllo né della quotata *[... società A ...]* né della controllante *[... società B ...]*.

Con riguardo a *[... società B ...]*, tale società rimarrà controllata di diritto con il … da *[... società Y ...]* mentre *[... società X ...]*, dopo l'acquisto della partecipazione dei *[... società W ...]*, avrà il … di *[... società B ...]*. In forza del patto parasociale su *[... società B ...]*, su 7 membri del CdA, 4 saranno designati dal dott. … (tra cui Presidente e A.D.) e 3 dal gruppo *[... società X ...]* (tra cui il Vice Presidente). Sono previsti *quorum* rafforzati per le delibere del CdA o dell'assemblea concernenti talune operazioni straordinarie che possono diluire la partecipazione *[... società X ...]* in *[... società B ...]* o *[... società A ...]* (in CdA necessità del voto favorevole di almeno 2 amministratori espressione di *[... società X ...]* e veto di *[... società X ...]* in assemblea). Il controllo sulla gestione ordinaria di *[... società B ...]* rimane, quindi, in capo al Dott. … .

Con riferimento a *[... società A ...]*, dopo l'acquisto dell'… del capitale di *[... società A ...]* da *[... società B ...]*, *[... società X ...]* deterrà il … di *[... società A ...]*, mentre *[... società B ...]* scenderà dal … al … . Secondo il patto parasociale avente ad oggetto *[... società A ...]*, come modificato a seguito del predetto acquisto (…), *[... società B ...]*continuerà a mantenere la maggioranza dei membri del CdA (su 15 componenti, 10 spetteranno a *[... società B ...]*, 4/3 amministratori - a

seconda della presentazione o meno di liste di minoranza – saranno designati da *[… società X …]* e 1 amministratore sarà designato dalle banche finanziatrici). Il patto *[… società A …]*, prevede altresì, oltre a clausole di prelazione e obblighi di consultazione su talune materie, maggioranze rafforzate (voto favorevole di almeno 2 amministratori non indipendenti designati da *[… società X …]*a) per le delibere del CdA di *[… società A …]* concernenti materie analoghe a quelle individuate come fondamentali nel patto *[… società B …]* (operazioni straordinarie che potrebbero diluire la partecipazione di *[… società X …]*, aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione, fusioni e scissioni di valore superiori a Euro 40 mln., assunzione di nuovo debito che determini un incremento della posizione debitoria di *[… società A …]* superiore a Euro 40 mln.).

Al riguardo non si ritiene che tali maggioranze rafforzate incideranno sulla gestione ordinaria di *[… società A …]* che rimarrà sotto il controllo di *[… società B …]*.

Tale conclusione è riferibile anche alle clausole relative alla procedura di consultazione prevista dal patto, e in particolar modo alla consultazione "rafforzata" in merito alle decisioni relative alla dismissione delle azioni *[… società C …]* possedute da *[… società A …]*.

Non può infatti ritenersi, in ragione della natura della *[… società A …]* (*holding* di partecipazioni) che tale clausola attribuisca un rilevante potere di veto a *[… società X …]* su una materia (vendita di partecipazioni) che potrebbe essere considerata gestione "ordinaria" di una *holding* di partecipazioni.

Appaiono in proposito condivisibili le osservazioni formulate dagli Studi Legali circa la prevalenza in concreto dell'*asset [… società C …]* nell'attività di *[… società A …]*, circostanza che conduce a ritenere la cessione del suddetto *asset* come un'operazione del tutto straordinaria che verrebbe in sostanza a modificare la stessa *mission* della società e che, in quanto tale, non appare riconducibile alla gestione ordinaria della medesima.

Ne sono conferma i dati di bilancio civilistico *[… società A …]* al 31 dicembre 2009 da cui emerge che il controvalore dell'*asset [… società C …]* (Euro …) risulta rappresentare la quasi totalità delle immobilizzazioni finanziarie (pari a Euro …).

Né risulta che l'attività ordinaria della *[… società A …]* comporti in via continuativa operazioni di *trading* sul titolo *[… società C …]* rispetto alle quali la clausola in esame introdurrebbe significative limitazioni riguardo alla vendita del titolo. Dall'esame dei dati storici dichiarati dalla *[… società A …]*ex art. 152-*octies* del Regolamento Emittenti risulta infatti che le operazioni aventi ad oggetto azioni *[… società C …]* non hanno mai riguardato la vendita delle stesse.

Alla luce di quanto esposto, per quanto riguarda *[… società A …]*, si verificherà un passaggio da un controllo di diritto esercitato da *[… società B …]* ad un controllo di fatto solitario esercitato dalla medesima *[… società B …]* (che rimarrà controllata di diritto dal Dott. …) in forza della sua partecipazione del … e del patto parasociale con il gruppo *[… società X …]*. Le modifiche apportate al patto *[… società A …]* non determineranno, pertanto, variazioni negli assetti di controllo della quotata *[… società A …]* né direttamente (*[… società B …]* manterrà il controllo solitario su *[… società A …]* anche se passerà da un controllo di diritto ad un controllo di fatto) né indirettamente (*[… società B …]* continuerà ad essere controllata di diritto da *[… società Y …]*).

La Consob, in passato, ha già avuto modo di rappresentare che per valutare la sussistenza di un rapporto di controllo (di fatto o di diritto) e, quindi, la sussistenza di un'influenza dominante, nonché l'esistenza di un'influenza notevole ai fini dell'individuazione di un rapporto di

collegamento, sia necessario verificare l'influenza di un socio rispetto all'assemblea ordinaria e rispetto alle delibere del CdA connesse alla gestione ordinaria[1].

Inoltre, con riferimento ad operazioni aventi caratteristiche analoghe a quella in esame, è stato ritenuto non sussistente alcun obbligo di offerta pubblica di acquisto a carico dei soggetti legati al patto. Tale orientamento è stato successivamente confermato evidenziando l'importanza - ai fini della permanenza della posizione dominante in capo al socio di controllo dopo la cessione di azioni ad un socio di minoranza - del mantenimento in capo al medesimo socio di controllo del potere di nominare e revocare la maggioranza degli amministratori[2].

Allo stesso modo la Consob, nelle proprie comunicazioni relative alla rilevanza per l'OPA obbligatoria delle modifiche soggettive ed oggettive apportate a patti di controllo su società quotate[3], ha più volte sottolineato come per determinare l'obbligo di OPA sia necessaria una "*significativa modificazione*" degli assetti di potere interni al patto che può verificarsi solo nel caso in cui un nuovo socio sia in grado di esercitare una stabile preminenza all'interno del patto o di disporre di uno stabile potere di veto sulle decisioni che attengono alla gestione ordinaria della società.

In conclusione, per le considerazioni sopra esposte, si ritiene che a seguito dell'esecuzione dell'operazione, così come prospettata dagli Studi Legali, non verranno a sussistere i presupposti per l'applicabilità della disciplina dell'OPA obbligatoria di cui al combinato disposto degli artt. 106 e 109 del TUF, né con riferimento a *[… società B …]*I né con riferimento a *[… società A …]*.

IL PRESIDENTE VICARIO
Vittorio Conti

[1] Cfr. Comunicazione DEM/2057476 del 14 agosto 2002.
[2] Cfr. Comunicazioni n. DCL/DEM/85385 del 16 novembre 2000 en. 6049043 del 31 maggio 2006.
[3] Comunicazioni nn. DIS/99024712 del 13.08.1999, DEM/7103030 del 20.11.2007 e DEM/8085779 del 17.9.2008.