

**Comunicazione n. DEM/DCL/4073976 del 6-8-2004**

Inviata all'Ing. Pesenti e al prof. Piergaetano Marchetti

Oggetto: **Patto parasociale RCS MediaGroup – Quesito in merito all'applicabilità della disciplina in materia di OPA obbligatoria**

**1. CONTENUTO DEL QUESITO**

**1.1.** Si fa riferimento alla nota con la quale in data 9 luglio u.s. il Prof. Marchetti, per conto dei partecipanti al patto RCS MediaGroup (“RCS”), ha sottoposto alla Consob un quesito in merito all'esistenza dei presupposti di applicabilità della disciplina dell'OPA obbligatoria a seguito di ipotizzati nuovi apporti di azioni al predetto patto parasociale.

In particolare, nel quesito sono esposti i seguenti fatti:

a) i partecipanti al patto RCS in data 7 luglio 2004 hanno approvato un “codicillo 18” con il quale, tra l'altro, è stato definito il piano di riparto delle n. 62.990.881 azioni RCS, pari a circa l'8,6% del capitale ordinario, poste in vendita da Gemina S.p.A. (“Gemina”) in esecuzione di quanto già previsto nel precedente codicillo n. 17.

Gemina, che rimane nel patto con la residua partecipazione dell'1%, ha posto in vendita azioni vincolate al patto e n. 3.000.000 azioni che deteneva fuori patto da oltre dodici mesi (pari allo 0,409%).

Le azioni vincolate al patto che sino al 9.7.2004 rappresentavano il 44,793% del capitale ordinario RCS salgono così al 45,203%, quelle non vincolate al patto possedute da più di dodici mesi dai partecipanti al patto scendono corrispondentemente dall'1,89% all'1,48%.

Il possesso complessivo dei partecipanti (somma dei possessi vincolati e non al patto) rimane comunque pari al 46,683% del capitale ordinario (n. 342.030.484 azioni complessive).

Nel quesito si precisa che nel giugno 2003 il possesso complessivo era del 47,939%, da allora ha avuto un andamento decrescente e la discesa sotto il 47% è stata determinata da operazioni di prestito titoli per n. 6.500.000 azioni e alla cessione di n. 2.000.000 azioni da parte di un azionista sindacato. Al riguardo, si osserva che *“ove si tenesse conto delle azioni oggetto di prestito titoli, richiamabili in ogni momento, il possesso complessivo sarebbe stato, nei dodici mesi, sempre superiore al 47%”*;

b) nella riunione del 7 luglio 2004 i partecipanti al patto hanno ipotizzato l'ingresso di nuovi aderenti:

- i) Sai- Fondiaria con il 5% circa posseduto da più di dodici mesi;
- ii) Gruppo della Valle con il 2% circa, in parte posseduto da più di dodici mesi;
- iii) Francesco Merloni con l'1,5% acquistato negli ultimi dodici mesi;
- iv) Capitalia con il 2,047% (in parte solo posseduto da più di dodici mesi).

Dopo l'adesione al patto, Diego della Valle avrà la facoltà di accrescere il proprio possesso di azioni RCS al 5% del capitale ordinario e le azioni così acquistate dovranno essere apportate al patto.

Gli attuali aderenti al patto, con il codicillo n. 18, hanno inoltre convenuto la facoltà per alcuni di essi di accrescere la quota di capitale ordinario apportata al patto al 5% (Pirelli & C. S.p.A. e Banca Intesa S.p.A.) o al 7% (Italmobiliare S.p.A.).

La decisione circa le nuove adesioni al patto, così come i predetti accrescimenti delle partecipazioni di Pirelli, Intesa e Italmobiliare, *“sono espressamente subordinati all'esito del presente quesito”*;

c) la società possiede alla data del 9.7.2004 il 3,66% di azioni proprie.

Nel quesito si fa, inoltre, presente che *“le ipotizzate modificazioni nella composizione soggettiva del patto e nelle percentuali di capitale conferite non sembrano implicare alcuna novazione del patto stesso, in quanto non comportano significative modificazioni delle regole di funzionamento del patto o degli assetti di potere esistenti al suo interno (cfr. la comunicazione Consob del 13 agosto 1999).*

*Infatti, così come nell'assetto precedente, nessun membro fruirà di una posizione tale da poter esercitare una particolare influenza sulle decisioni del patto stesso, ed anzi si è avuto cura di introdurre un meccanismo tale da impedire che un membro del patto possa in un certo momento possedere oltre il 25% delle azioni conferite, quota questa che attribuisce una posizione di potere specifica, ancorché di importanza marginale, e precisamente quella di bloccare nuovi ingressi nel patto”*.

Alla luce di quanto sopra esposto, si legge nel quesito, *“si ritiene, in linea di principio, anche sulla scorta, ci pare, di precedenti pronunce”* della Consob che:

a) il possesso rilevante ai fini della disciplina dell'OPA obbligatoria è quello complessivamente detenuto dai partecipanti al patto (comprensivo, cioè, delle azioni apportate al patto e di quelle non apportate al patto);

b) *“ove il possesso rilevante nei dodici mesi sia sempre stato superiore al 47%, qualsiasi apporto, anche in misura superiore al 3%, è consentito per le combinate risultanze degli artt. 106, 3b e n. 5 TU e 46 e 49 n. 1a Regolamento Emittenti.*

*Ciò premesso, nel caso di specie si sarebbe dell'avviso che:*

c) *In principalità, il possesso rilevante, tenuto conto del computo delle azioni proprie e alla stregua del criterio di cui alla circolare Consob 19 novembre 2001, è del 48,5% e sia stato negli ultimi dodici mesi sempre superiore al 47%..., di guisa che tutti i nuovi apporti ipotizzati (sia da parte di nuovi partecipanti, sia per incremento delle quote dei soci già partecipanti al patto) possono simultaneamente avvenire senza che ciò determini i presupposti di OPA obbligatoria.*

d) *In subordine, l'adesione al patto di nuovi partecipanti con possessi azionari detenuti da più di dodici mesi in percentuale tale da far salire il possesso complessivo rilevante oltre il 50% rende*

*possibile (anche in immediata sequenza temporale) ogni successivo apporto o incremento di possesso (vale a dire anche l'apporto al patto di azioni di nuovi partecipanti acquisite nei dodici mesi), senza che si configurino i presupposti di OPA obbligatoria.”.*

Alla luce di quanto sopra rappresentato, con il quesito si chiede di sapere se la Consob “condivide i predetti principi”.

**1.2.** Si fa altresì riferimento alla ulteriore nota del Presidente del Patto parasociale, datata 14 luglio u.s., con la quale, in risposta ad una richiesta di informazioni trasmessa in data 12 luglio u.s. dalla Consob, sono stati trasmessi alcuni dettagli delle operazioni di compravendita di azioni RCS compiute dagli ipotizzati nuovi aderenti al patto RCS.

Dall'esame delle informazioni fornite con tale nota risulta che:

- alla data del 9 luglio 2004 su una partecipazione complessiva del 10,614% che si ipotizza debbano apportare al patto i nuovi aderenti (di cui il 5,096% di Sai-Fondiaria, l'1,971% di Della Valle, l'1,5% circa di Merloni e il 2,047% di Capitalia), circa il 3,35% è detenuto da meno di dodici mesi (di cui lo 0,296% di Sai-Fondiaria, lo 0,577% di Della Valle, l'1,5% circa di Merloni, e lo 0,977% di Capitalia);
- dopo il 15.9.2004 anche il citato 0,577% di Della Valle risulterà acquistato da più di dodici mesi.

Pertanto, dopo il 15.9.2004, nell'ambito della partecipazione complessiva che si ipotizza debba essere apportata al patto dai nuovi possibili aderenti (pari al 10,614%) solo un 2,773% risulterebbe acquistato da meno di dodici mesi.

## **2. CONSIDERAZIONI CONNESSE ALL'INDIVIDUAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE COMPLESSIVAMENTE DETENUTA DAGLI ATTUALI ADERENTI AL PATTO RCS AI FINI DELL'ART. 109 TUF**

### **2.1. Premessa**

Per rispondere al quesito in esame occorre in primo luogo individuare qual'è la partecipazione che ai fini della disciplina dell'OPA obbligatoria e, in particolare, ai fini dell'applicabilità della disciplina di cui all'art. 109 del d.lgs n. 58/98 (“TUF”), detengono complessivamente gli attuali aderenti al patto.

Dopo aver individuato tale partecipazione complessiva si potrà valutare se gli ipotizzati ingressi di nuovi soci nel patto RCS e l'ipotizzato incremento di partecipazioni da parte di soci che già attualmente partecipano al patto (Pirelli, Intesa e Italmobiliare), possano comportare il superamento di soglie rilevanti per la disciplina dell'OPA obbligatoria.

Al fine di individuare la partecipazione detenuta complessivamente dagli aderenti al patto, si riportano di seguito le considerazioni sulle questioni sollevate nel quesito in oggetto.

## **2.2. Aggregazione delle partecipazioni conferite al patto con quelle non conferite al patto RCS**

La Consob si è già espressa in passato, con Comunicazione n. 99024712 del 31.3.1999, in ordine ai criteri sulla base dei quali individuare la partecipazione complessivamente detenuta dagli aderenti ad un patto parasociale ai sensi dell'art. 109 TUF, stabilendo che a tal fine vadano sommate alle azioni vincolate al patto parasociale anche le azioni che i paciscenti posseggono fuori patto.

In particolare, in tale Comunicazione si è affermato che l'art. 109, comma 1, lett. a), del TUF *“attribuisce .... rilievo alle partecipazioni possedute complessivamente dagli aderenti al patto a prescindere se le stesse siano vincolate o meno allo stesso e al fine di verificare se vi sia una partecipazione complessiva superiore alle percentuali” rilevanti, si devono sommare le partecipazioni vincolate al patto con quelle che gli aderenti non vi hanno conferito*”. Tale conclusione è stata confermata con la Comunicazione n. 38036 del 18.5.2000.

Ciò posto, come indicato nel quesito, la partecipazione complessivamente posseduta dagli aderenti al patto, sommando le azioni vincolate al patto e quelle fuori patto, risulta pari al 46,683% del capitale RCS (n. 342.030.484 azioni complessive), di cui il 45,203% vincolato al patto e l'1,48% circa fuori patto.

## **2.3. Azioni date in prestito e calcolo della partecipazione aggregata dagli attuali aderenti al patto RCS**

**2.3.1.** Con specifico riguardo alla partecipazione detenuta complessivamente dagli aderenti al patto (azioni vincolate più azioni non vincolate nel patto), nel quesito è precisato che *“ove si tenesse conto delle azioni oggetto di prestito titoli, richiamabili in ogni momento, il possesso complessivo sarebbe stato, nei dodici mesi, superiore al 47%”*.

Se la partecipazione complessiva degli aderenti al patto fosse, da più di dodici mesi, superiore al 47%, potrebbe trovare applicazione il principio reso noto con la Comunicazione n. 2042919 del 14.6.2002 in merito alla disciplina dell'OPA di consolidamento di cui all'art. 106, comma 3, lett. b, TUF e all'art. 46 del Regolamento n. 11971 del 14.5.1999 e successive modifiche (“Regolamento Emittenti”).

In particolare, sulla base di tale Comunicazione, qualora gli aderenti al patto RCS detenessero complessivamente più del 47% del capitale ordinario RCS da più di dodici mesi, a detta partecipazione complessiva si potrebbero aggiungere azioni acquistate da meno di dodici mesi anche in percentuale superiore al 3% senza incorrere nell'obbligo di OPA obbligatoria.

**2.3.2.** Ciò detto in linea di principio, per le considerazioni di seguito esposte si ritiene che le n. 6.500.000 azioni date in prestito, pari allo 0,887% del capitale ordinario RCS, non possano essere computate al fine dell'individuazione della partecipazione complessivamente detenuta dagli aderenti al patto.

In particolare, si ritiene che le azioni date in prestito non possano essere sommate alle azioni detenute complessivamente dagli aderenti al patto (azioni vincolate al patto e non) in quanto con il contratto di prestito la proprietà delle azioni passa dal prestatore al prestatario unitamente, salvo pattuizioni contrarie, ai diritti accessori e, quindi, in particolare, al diritto di voto, con l'obbligo del medesimo prestatario di restituire, ad una determinata data ovvero quando lo richieda il prestatore a seconda delle previsioni contrattuali, lo stesso quantitativo di azioni della medesima categoria.

Più precisamente, il prestito di strumenti finanziari è un contratto atipico - assimilabile per molti aspetti al contratto di mutuo - strutturato nella prassi (si vedano al riguardo gli schemi predisposti da associazioni di categoria quali Abi, Assosim e Assogestioni) secondo uno schema che prevede che un soggetto (prestatore) trasferisce la proprietà di un certo quantitativo di strumenti finanziari ad un altro soggetto (prestatario) il quale, ad una data prestabilita ovvero su richiesta del prestatore ovvero ancora secondo altre tempistiche specificate nel contratto, è tenuto a restituire altrettanti strumenti della stessa specie e quantità di quelli ricevuti, oltre al pagamento di un corrispettivo, quale remunerazione per l'utilità conseguita (la disponibilità dei titoli). Il trasferimento della proprietà dei titoli è attuato dietro contestuale costituzione di una garanzia (*collateral*) di valore almeno pari al valore di mercato dei titoli consegnati.

Considerato, quindi, l'effettivo trasferimento della proprietà delle azioni date in prestito e il connesso trasferimento del diritto di voto - salvo pattuizioni contrarie peraltro non comunicate dagli interessati - si ritiene che di tali azioni non si debba tenere conto ai fini dell'individuazione della partecipazione complessiva detenuta dagli aderenti al patto RCS finché le stesse non rientreranno nella titolarità di coloro che le hanno date in prestito. Conseguentemente la percentuale da prendere a riferimento rimane il 46,683% del capitale ordinario.

#### **2.4. Considerazioni sulla rilevanza delle azioni proprie ai fini del calcolo della partecipazione aggregata dagli attuali aderenti al patto RCS**

Come già esposto, nel quesito del Prof. Marchetti si rappresenta il convincimento che per calcolare la percentuale di partecipazione complessivamente posseduta dagli aderenti al patto occorra tener conto delle azioni proprie possedute dalla società (3,655%).

Più specificamente, nel quesito viene individuata nel 48,5% la partecipazione complessiva detenuta dagli aderenti al patto, tenuto conto delle azioni proprie.

Tale percentuale deriverebbe dal rapporto tra la partecipazione complessivamente posseduta dagli aderenti al patto (azioni vincolate e non vincolate al patto escluse le azioni date in prestito) e il capitale sociale, dedotte le azioni proprie senza voto (46,683%/100%-3,655%), in conformità al criterio di calcolo delle azioni proprie nella disciplina dell'OPA obbligatoria reso noto dalla Consob con Comunicazioni n. 1059750 e n. 1059755 del 2 agosto 2001 e da ultimo su Consob Informa del 19.11.2001.

Al riguardo, occorre precisare che con tali comunicazioni la Commissione si è espressa sulla rilevanza delle azioni proprie per il calcolo del superamento delle soglie OPA, esclusivamente con riguardo alla partecipazione posseduta da un singolo azionista che controlla la società di diritto o di fatto, anche in virtù di un patto parasociale, ai sensi dell'art. 93 TUF.

La Commissione, invece, non si è mai espressa sulla rilevanza delle azioni proprie rispetto alla partecipazione complessivamente posseduta da più soci vincolati ad un patto parasociale.

Più precisamente, con le suddette comunicazioni la Commissione ha, in primo luogo, ribadito che gli acquisti di azioni proprie sono considerati acquisti a titolo oneroso rilevanti come presupposto per l'obbligo di offerta, in quanto possono comportare un rafforzamento della posizione dell'azionista di controllo, limitando o addirittura escludendo la contendibilità della società quotata.

In secondo luogo, ha affermato che l'acquisto di azioni proprie rileva ai fini dell'obbligo di OPA in capo al socio di maggioranza, *"ogni qualvolta, a seguito di tale acquisto, il numero di azioni detenute dalla controllante, rapportato al numero complessivo di azioni aventi diritto di voto nell'assemblea ordinaria (senza tener conto delle azioni il cui diritto di voto è sospeso ai sensi dell'art. 2357-ter c.c.) risulti superiore al 30% o ad altra soglia rilevante ai sensi dell'art. 106."*

Al riguardo, è stato inoltre precisato che l'acquisto di azioni proprie rileva ai fini dell'obbligo di OPA in capo all'azionista di maggioranza *"sempre che la relativa decisione sia in effetti riconducibile alla volontà del socio maggioritario tesa ad incrementare in tal modo l'incidenza percentuale del proprio voto"* (cfr. Comunicazioni n. 1059750 e n. 1059755 del 2 agosto 2001).

In altri termini, si è ritenuto che l'obbligo di OPA a carico di un azionista di una quotata a seguito di acquisti di azioni proprie da parte di quest'ultima gravi solo sull'azionista di controllo, il quale con i diritti di voto a sua disposizione sia in grado di determinare le decisioni della quotata in merito all'acquisto e/o alla vendita di azioni proprie.

Inoltre, come reso noto su "Consob Informa" del 19.11.2001, citato nel quesito in esame, questa Commissione anche con riguardo all'OPA di consolidamento ha fatto riferimento alla rilevanza delle azioni proprie solo con riguardo all'azionista di controllo il quale - disponendo della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria (controllo di diritto) ovvero di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nella predetta assemblea (controllo di fatto) - può determinare le decisioni inerenti l'acquisto e la vendita di azioni proprie.

In conclusione, con le precedenti pronunce la Commissione ha ritenuto di attribuire rilevanza alle azioni proprie per il calcolo del superamento delle soglie rilevanti ai fini OPA solo con riferimento all'azionista che, ai sensi dell'art. 93 TUF, controlla singolarmente di diritto o di fatto, anche tramite patto, la quotata.

Al riguardo, si precisa che anche con la Comunicazione n. 99043363 del 28.5.1999 le azioni proprie venivano sommate alle azioni possedute dal solo azionista di controllo ai sensi dell'art. 93 TUF.

Con specifico riguardo alle pattuizioni parasociali, si rammenta che l'art. 93 TUF - che contiene la definizione di controllo rilevante per la parte "Emittenti" del TUF - non attribuisce rilievo al controllo congiunto ma al solo controllo solitario ovvero al controllo di un solo soggetto tramite le partecipazioni possedute direttamente o indirettamente anche tramite patti parasociali.

Tanto premesso, volendo comunque valutare se le azioni proprie possano essere imputate ad un patto parasociale che aggregi una partecipazione idonea ad esercitare un'influenza dominante sull'assemblea ordinaria, si osserva quanto segue.

Coerentemente con quanto esposto nelle predette comunicazioni e integrandone, comunque, il contenuto rispetto al riferimento al solo controllo solitario, si potrebbe imputare l'acquisto di azioni proprie solo ad un patto che vincolasse il voto dei partecipanti nelle assemblee ordinarie e che complessivamente aggregasse o la maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria (50% +1 azione) o voti sufficienti ad esercitare un'influenza dominante nella medesima assemblea.

In altri termini, si potrebbe dare rilevanza alle azioni proprie ai fini dell'individuazione della partecipazione complessivamente posseduta dagli aderenti ad un patto, solo se tale patto, vincolando il voto dei partecipanti nelle assemblee ordinarie, fosse in grado di determinare le delibere inerenti l'acquisto o la vendita di azioni proprie.

Con specifico riguardo al patto in questione, si ritiene non si possa dare rilevanza alle azioni proprie ai fini dell'individuazione della partecipazione complessivamente aggregata dai partecipanti al patto. Tale patto, infatti, è stato definito dagli stessi aderenti come un patto di blocco e consultazione che non li vincola ad esercitare il voto in conformità alle decisioni della Direzione del patto.

In particolare, l'art. 12 del patto prevede quanto segue: *“Resta in ogni caso fermo che il partecipante o i partecipanti avranno facoltà di esercitare liberamente il voto in Assemblea”*.

Ciò posto, a differenza di quanto sostenuto nel quesito, si ritiene che non si possa dare rilevanza alle azioni proprie per calcolare la percentuale di partecipazione detenuta dagli aderenti al patto RCS e per sostenere che il patto complessivamente aggrega più del 47% (48,5%) così come, peraltro, non si potrebbe sostenere la sussistenza di un obbligo di OPA solidale a carico degli aderenti al patto RCS, nell'ipotesi in cui un'eventuale acquisto di azioni proprie avesse comportato per gli aderenti al patto il superamento di una soglia rilevante per l'obbligo di OPA.

## **2.5. Considerazioni finali sulla partecipazione complessiva detenuta dagli aderenti al patto RCS alla data del 9.7.2004**

In conclusione, ritenuto che ai fini dell'individuazione delle partecipazioni complessivamente detenute dagli aderenti al patto:

- a) occorra sommare le azioni che gli aderenti all'accordo parasociale detengono, siano esse vincolate nel patto o meno ( $45,203 + 1,48\% = 46,683\%$ );
- b) non possano essere sommate le azioni date in prestito dagli aderenti al patto in quanto il prestatore non detiene più tali azioni di cui ha perduto la proprietà e il diritto di voto;
- c) non possano essere computate nel calcolo della partecipazione complessivamente posseduta dagli aderenti al patto RCS le azioni proprie;

la partecipazione complessiva degli aderenti al patto rilevante ai sensi dell'art. 109 TUF a cui occorre fare riferimento per valutare se gli ipotizzati nuovi apporti di azioni al patto (da parte di terzi e/o da parte degli attuali aderenti) possano determinare l'obbligo di OPA risulta essere il **46,683%**.

### **3. CONSIDERAZIONI IN MERITO ALL'INGRESSO DEI NUOVI ADERENTI ED AGLI ACCRESCIMENTI OPERATI DA PARTE DI CHI SI TROVI GIÀ ALL'INTERNO DEL PATTO**

**3.1** Al punto d) della parte conclusiva del quesito si richiede di verificare se *“l'adesione al patto di nuovi partecipanti con possessi azionari detenuti da più di dodici mesi in percentuale tale da far salire il possesso complessivo rilevante oltre il 50% rende possibile (anche in immediata sequenza temporale) ogni successivo apporto o incremento di possesso (vale a dire anche l'apporto al patto di azioni di nuovi partecipanti acquisite nei dodici mesi), senza che si configurino i presupposti di OPA obbligatoria”*.

Sulla base del combinato disposto degli artt. 106, comma 3. lett. b) del TUF e 46 del Regolamento Emittenti, è tenuto all'obbligo di OPA c.d di consolidamento il soggetto (o anche più soggetti in concerto tra di loro) che, partecipando al capitale ordinario della quotata in una misura compresa tra il 30% e il 50%, incrementi la propria partecipazione complessiva per più del 3% tramite (la norma regolamentare dice *“per”*) acquisti a titolo oneroso di azioni ordinarie compiuti nell'arco di dodici mesi.

Il vincolo posto dalla legge al consolidamento della posizione dominante viene meno una volta che il soggetto (o i soggetti uniti in un patto) abbia superato la soglia del 50 % del capitale ordinario, a mezzo di acquisti che non danno luogo ad obbligo di OPA (perché, ad esempio, non superiori al 3% nell'arco di dodici mesi o non a titolo oneroso).

Nel caso in esame, atteso che l'eventuale superamento della citata soglia rilevante del 3 % avverrebbe da parte degli aderenti ad un patto, assume rilievo anche l'art. 109 del TUF.

Tale norma, al primo comma, stabilisce, fra l'altro, che sono tenuti alla promozione di un'OPA totalitaria, qualora superino una delle soglie rilevanti a seguito di acquisti a titolo oneroso, coloro che aderiscono ad uno dei patti previsti dall'art. 122 del TUF. Il secondo comma dello stesso art. 109, stabilisce la rilevanza, quando determinino il superamento di una soglia, non soltanto degli acquisti a titolo oneroso operati dagli aderenti ad un patto successivamente alla sua stipulazione ma anche degli acquisti dagli stessi compiuti al momento della stipulazione del patto o nei dodici mesi precedenti.

All'ipotesi della stipulazione del patto appare pacificamente equiparabile l'ipotesi in cui un soggetto nuovo si aggrega ad un accordo già in essere, di guisa che, allo scopo di individuare gli acquisti rilevanti ai fini dell'OPA obbligatoria, i dodici mesi vanno computati muovendo a ritroso dalla data della sua adesione al patto.

Consegue da quanto detto, ed in particolare dall'applicazione congiunta degli articoli 109 del TUF e 46 del Regolamento Emittenti, che, in presenza di adesione di un nuovo soggetto ad un patto preesistente, si avranno effetti rilevanti per la disciplina sull'OPA obbligatoria solo se

l'incremento del patto è dovuto all'acquisto di più del 3% delle azioni ordinarie effettuato da paciscenti, compreso il nuovo aderente, negli ultimi dodici mesi.

Inoltre, l'adesione ad un patto di un socio che detenga azioni acquistate da più di dodici mesi (anche superiori al 3%), idonee a portare il patto nel suo complesso oltre il 50% del capitale ordinario, costituisce un'ipotesi di incremento che, come gli acquisti a titolo gratuito o inferiori al 3% in dodici mesi, può consentire il superamento della soglia di maggioranza assoluta senza alcun ricorso ad offerte pubbliche di acquisto obbligatorie.

**3.2** Alla luce del quadro normativo sopra delineato, in presenza di una successione temporale di nuovi apporti ad un patto che comportino la preventiva adesione di soggetti con possessi azionari detenuti da più di dodici mesi in misura tale da innalzare al di sopra del 50% la partecipazione complessivamente ascrivibile al patto, non sussistono i presupposti dell'obbligo di OPA.

Infatti, ancorché il patto nel suo insieme incrementi la propria partecipazione di più del 3%, tale incremento avverrebbe grazie all'adesione di uno o più soci che detengono da più di dodici mesi azioni in grado di portare il patto oltre il 50% e che, nel contempo, non hanno effettuato negli ultimi dodici mesi acquisti per più del 3%.

Pertanto, sulla scorta di quanto previsto dall'art. 106, comma 3, lett. b) del TUF, ciò permetterebbe ogni ulteriore rafforzamento della partecipazione in discorso, anche tramite successivi ingressi nel patto o acquisti da parte di paciscenti.

**3.3.** Peraltro, la soluzione prefigurata in via principale nel quesito prevede l'ingresso simultaneo di tutti i nuovi aderenti, e quella ipotizzata in via subordinata prospetta una sequenza temporale "*anche ... immediata*" tra le diverse adesioni.

Tale prospettazione, ed in particolare la circostanza che le adesioni vengano descritte come estremamente ravvicinate, induce a formulare l'ipotesi che la scansione temporale indicata nel quesito corrisponda ad un disegno unitario di incremento della partecipazione ascrivibile al patto, tramite l'allargamento dello stesso ai soggetti in precedenza nominati, nonché tramite i previsti successivi acquisti, per la realizzazione del quale ognuna delle singole adesioni sarebbe parimenti importante e condizione di ciascuna delle altre adesioni.

Ciò porta a chiedersi se, in tal caso, debba pervenirsi a conclusioni diverse da quelle indicate al precedente paragrafo 3.2.

**3.4** Al riguardo si osserva che, se l'ingresso nel sindacato RCS dei quattro nuovi aderenti, dovesse essere considerato, ferma restando la scansione temporale indicata al punto d) del quesito, in una prospettiva unitaria, non si verificherebbero comunque, per le ragioni che di seguito si espongono, i presupposti di un obbligo di OPA.

All'interno dei pacchetti azionari in possesso dei quattro potenziali nuovi aderenti (complessivamente ammontanti al 10,61%) figurano infatti azioni - pari complessivamente al 3,35% - che, all'atto dell'adesione al patto, risulterebbero acquisite da meno di dodici mesi. Accanto a tali azioni, tuttavia, i nuovi aderenti apporterebbero al patto anche altre azioni che detengono da più di dodici mesi, pari complessivamente al 7,26% del capitale ordinario e idonee

ad incrementare comunque la partecipazione complessiva ascrivibile ai paciscenti al di sopra del 50%, vale a dire al di sopra di quella partecipazione che rende ogni altro acquisto (fino al 90%) irrilevante per la disciplina sull'OPA obbligatoria.

In una situazione del genere deve aversi riguardo alla già menzionata Comunicazione n. DEM/2042919 del 14-6-2002, con la quale, in presenza di un'operazione unitaria comportante un acquisto a titolo oneroso di più del 3% del capitale ordinario di una società quotata da parte di chi già deteneva una partecipazione compresa tra il 30% e il 50%, questa Commissione ha attribuito rilievo alla circostanza che un acquisto di importo inferiore al 3% sarebbe stato sufficiente per superare la soglia di capitale oltre cui ogni obbligo di OPA è escluso.

Nell'occasione fu ritenuto *“indifferente che l'azionista di riferimento effettui due separati acquisti nel medesimo arco temporale, il primo volto all'esatto raggiungimento della maggioranza dei diritti di voto in assemblea ordinaria, e il secondo liberamente, in forza della posizione di controllo di diritto ormai acquisita, ovvero che detto obiettivo si realizzi, come nel caso di specie, attraverso un'unica operazione, giuridicamente inscindibile, quale un aumento di capitale”*.

Si è dunque reputato decisivo, per escludere l'obbligo di offerta, che all'interno dell'operazione unitaria, implicante un acquisto complessivamente superiore al 3% del capitale, vi fosse una componente che avrebbe consentito di superare il 50% in assenza di OPA.

Il principio enunciato nella predetta comunicazione appare suscettibile di trovare applicazione anche nel caso prospettato dal quesito, ancorché il patto di cui si prevede l'allargamento non disponga in partenza di una partecipazione di ammontare tale da consentire il superamento della soglia del 50% grazie ad acquisti di entità inferiore al 3%.

Nella fattispecie in esame, infatti, la soglia del 50% del capitale ordinario dell'emittente sarebbe comunque superata grazie all'apporto al patto delle azioni detenute da più di dodici mesi dai nuovi partecipanti (ed in particolare da uno di essi); gli acquisti compiuti negli ultimi dodici mesi dai nuovi paciscenti sarebbero dunque da considerare irrilevanti ai fini del superamento di eventuali soglie partecipative comprese tra il 30% e il 50% del suddetto capitale.

**3.5** Alle medesime conclusioni si perviene altresì sulla scorta di un'attenta analisi del già menzionato articolo 109, comma 2, del TUF, da cui discenderebbe nel caso in esame – caratterizzato dalla presenza di acquisti effettuati dai paciscenti prima di aderire al patto – un ipotetico obbligo di OPA.

Come anticipato, la disposizione assegna rilievo, a fini anti-elusivi, agli acquisti a titolo oneroso compiuti dai paciscenti nei dodici mesi antecedenti la loro adesione al patto, presumendo che i medesimi siano espressione del concerto formalizzato solo in un momento successivo, benché già esistente al momento degli acquisti.

La considerazione degli acquisti in questione, tuttavia, potrà dar luogo ad un obbligo di OPA solo qualora essi siano stati determinanti per il superamento di una soglia rilevante. E' infatti il superamento delle soglie rilevanti *“a seguito”* di acquisti a titolo oneroso (così gli articoli 106, comma 1, e 109, comma 1 del TUF) o, come prevede l'articolo 46 del Regolamento Emittenti a proposito dell'OPA di consolidamento, *“per acquisti a titolo oneroso effettuati nei dodici mesi”*, che costituisce il presupposto dell'obbligo di OPA.

Se allora, come nel caso di specie, il patto si trova, a seguito di nuove adesioni, al di sopra di una soglia rilevante per l'obbligo di offerta, occorrerà verificare se il superamento di tale soglia sia avvenuto effettivamente grazie alle azioni acquisite a titolo oneroso nel corso degli ultimi dodici mesi o se, invece, le azioni acquisite da più di dodici mesi hanno reso ininfluenti gli acquisti successivi, essendo da sole in grado di innalzare il possesso complessivo del patto ad una soglia superiore al 50% del capitale ordinario, oltre la quale, come è noto, l'ulteriore consolidamento della partecipazione può avvenire liberamente.

Il caso in esame presenta, in proposito, una particolarità non direttamente presa in considerazione dalla norma: quella di un'adesione di nuovi soggetti al patto preesistente, i quali abbiano sia azioni detenute da più di dodici mesi sia azioni di più recente acquisizione.

Sembra da ritenere che tale particolare situazione richieda di tenere conto, al fine di stabilire l'effettiva rilevanza degli acquisti per il superamento di soglie rilevanti, dell'intera partecipazione apportata dai nuovi paciscenti. Sarebbe improprio dare rilievo agli acquisti da essi effettuati ma non alla circostanza che essi apportano al patto anche azioni che non hanno costituito oggetto di acquisti recenti, in quanto significherebbe attribuire effetti giuridici al loro comportamento prendendone in considerazione soltanto un aspetto. Del resto è l'insieme della partecipazione apportata dai nuovi paciscenti, e non solo una parte di essa, che si è ipotizzato rispondere ad un disegno unitario di crescita del patto.

E' allora rispetto al totale delle azioni apportate al patto in un dato momento che va effettuata la verifica a ritroso per dodici mesi. Occorre in particolare verificare se tale partecipazione complessiva ascrivibile al patto dopo le adesioni avrebbe superato le soglie rilevanti anche senza gli acquisti a titolo oneroso compiuti negli ultimi dodici mesi, considerati dall'ordinamento come se fossero effettuati in presenza dell'accordo.

Sulla base di quanto detto, nel caso di specie si avrà che la partecipazione ascrivibile al patto, senza gli acquisti a titolo oneroso che potrebbero assumere rilievo per l'obbligo di OPA, avrebbe comunque incluso:

- le azioni oggi riferibili ai vecchi paciscenti ed ascrivibili al patto da più di dodici mesi (pari al 46,68%);
- la parte delle azioni apportate dai nuovi paciscenti che essi detengono da più di dodici mesi (pari al 7,25% circa).

Si avrebbe conseguentemente una partecipazione già pari al 53,94% circa, che renderebbe gli acquisti in questione (quelli effettuati dai nuovi partecipanti al patto nei dodici mesi precedenti la loro adesione) irrilevanti, in quanto in loro assenza (e a prescindere da qualunque altro acquisto successivo, contestuale o antecedente all'adesione) gli odierni paciscenti avrebbero comunque già superato il 50% del capitale ordinario, soglia oltre la quale ogni ulteriore incremento della partecipazione può liberamente effettuarsi.

Le conclusioni a cui è pervenuta questa Commissione – che, come ovvio, attengono al caso di specie e per come è stato rappresentato - potrebbero mutare qualora l'adesione al patto dei diversi soggetti si verifici secondo una successione temporale diversa da quella prefigurata nel quesito. In particolare, sussisterebbero i presupposti dell'obbligo di OPA nel caso in cui:

- venissero apportate al patto le partecipazioni che comprendono azioni acquistate da meno di dodici mesi in misura superiore al 3% prima delle partecipazioni in grado di far superare il 50% tramite azioni detenute da più dodici mesi;
- un accordo tra il patto ed i soggetti che detengono le partecipazioni che comprendono azioni acquistate da meno di dodici mesi in misura superiore al 3% preesistesse alla decisione volta a consentire l'apporto al patto medesimo delle partecipazioni in grado di far superare il 50% tramite azioni detenute da più dodici mesi;
- coloro che già aderiscono al patto effettuassero acquisiti in misura superiore al 3% prima dell'apporto da parte dei nuovi aderenti.

L'insussistenza dell'obbligo di OPA presuppone altresì che le modifiche da apportarsi alla composizione soggettiva del patto in questione rispecchino fedelmente ed esattamente quelle prefigurate dal quesito e che non si verifichino alterazioni delle regole di funzionamento e degli assetti di potere esistenti all'interno del patto stesso.

A conclusioni diverse pertanto, si potrebbe pervenire qualora la fase esecutiva delle operazioni programmate dovesse discostarsi dalla prospettazione fattane dai richiedenti.

p. IL PRESIDENTE  
*Enrico Cervone*