

Comunicazione n. DEM/7103030 del 20-11-2007

inviata alla società ...

OGGETTO: Risposta a quesito concernente l'applicabilità degli artt. 106 e 109 del D.Lgs. 58/98 (Tuf) in relazione ad una ipotesi di acquisto di azioni della [...società X...] e modifica del patto parasociale di controllo

Con nota in data ..., l'avv. [...omissis...], in qualità di presidente del patto di sindacato di voto e di blocco (di seguito il "Patto") attualmente in essere tra i soci della [...società X...] (...) nonché per conto dei soggetti attualmente aderenti al Patto (...), ha formulato un quesito circa l'applicabilità della disciplina in materia di opa obbligatoria ad una ipotesi di acquisto di azioni della società e modifica soggettiva ed oggettiva del patto parasociale di controllo.

[...omissis...] L'operazione prospettata prevede: i) l'adesione al patto di un nuovo soggetto [...Y...] che dovrebbe essere un fondo attivo nel settore del private equity; ii) la modifica di alcune disposizioni del Patto; iii) la vendita a [...Y...] da parte degli Aderenti di una quota delle loro partecipazioni in [...società X...] [...omissis...], coerentemente con quanto già previsto dalle disposizioni del medesimo.

Nel quesito si prospettano le modifiche al Patto che vengono di seguito sinteticamente riassunte.

a) L'introduzione di un diritto di prelazione di ogni Aderente sulle partecipazioni di ogni altro Aderente "a valere anche nella ipotesi in cui la società venga eventualmente assoggettata ad *Offerta Pubblica di Acquisto o di Scambio*", che si aggiunge al patto di blocco già esistente sulle azioni.

b) Il diritto di [...Y...], nel caso in cui il Patto venga rinnovato¹ ed a partire dal dodicesimo mese successivo alla prima scadenza (...), di conseguire la vendita di tutte le azioni sindacate, tramite un'asta competitiva (c.d. drag along). Tale processo di vendita potrà essere anticipato nel caso in cui una o più parti inviino disdetta al Patto.

c) Con riferimento all'esercizio del voto nell'assemblea della società, si prevede il passaggio dall'attuale situazione in cui è necessario sia per l'assemblea ordinaria che per la straordinaria il voto favorevole del 67% delle azioni conferite al Patto (che rappresentino altresì un numero di aderenti pari ad almeno 4 su 5) ad una maggioranza del 60% delle azioni conferite al patto² per le delibere dell'assemblea ordinaria e all'introduzione della regola dell'unanimità per le delibere dell'assemblea straordinaria.

d) Sono introdotte norme specifiche per la designazione degli organi sociali. In particolare si prevede: i) aumento da 9 a 11 dei componenti del Consiglio di amministrazione (12 in caso si debba prevedere un amministratore di minoranza); ii) nomina di 3 consiglieri da parte di [...Y...], 5 da parte dei vecchi soci e 3 di comune intesa tra tutte le parti; iii) impegno a garantire la continuità in carica degli attuali amministratori di [...società X...] che ricoprono incarichi esecutivi; iv) necessità del consenso unanime di tutti gli Aderenti per revocare l'amministratore delegato e la

¹ La nuova versione del patto prevede infatti una clausola di rinnovo tacito salvo disdetta da comunicarsi non oltre 365 giorni anteriori alla scadenza (...).

² Ad eccezione della delibera di modifica del numero degli amministratori per la quale è prevista l'unanimità.

previsione, in caso di cessazione dalla carica del medesimo, del voto favorevole del 60% delle azioni conferite al Patto per designare il nuovo Amministratore Delegato, scegliendolo tra una rosa di tre candidati individuati da una società specializzata scelta da [...Y...]; v) diritto di [...Y...] di nominare un sindaco effettivo ed un sindaco supplente.

e) Impegno di tutti gli Aderenti affinché [...società X...] adotti una politica di dividendi con un rapporto dividendo/utili non inferiore al 20%, ovvero non inferiore al 15% in caso di acquisizioni rilevanti, compatibilmente con le esigenze finanziarie della società e con i progetti di sviluppo.

* * *

Il quesito in esame riguarda come detto la sussistenza di un obbligo di offerta pubblica ai sensi degli artt. 106 e 109 del Tuf nella ipotesi in cui, in presenza di un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122 Tuf i cui aderenti detengano complessivamente il controllo di diritto di una società quotata, si verifichi un ingresso di nuovi soci nel patto ed una modifica delle clausole dello stesso, senza che peraltro risulti incrementata la partecipazione complessivamente apportata al patto e senza che uno o più soci superino individualmente la soglia partecipativa del 30% del capitale della quotata.

Con riferimento a casi del genere sussiste un orientamento della Consob espresso con la comunicazione n. DIS/99061705 del 13 agosto 1999 (ribadito in successive comunicazioni Consob tra cui la n. DAL/38036 del 18 maggio 2000 e la n. DEM/2042919 del 14 giugno 2002) secondo cui *"acquisti azionari ai quali conseguano mutamenti nella composizione di un patto parasociale, i cui aderenti siano titolari di una partecipazione globalmente superiore al 30% del capitale di una società quotata, possono comportare obblighi di offerta pubblica di acquisto, pur in assenza di un incremento della partecipazione complessivamente ascrivibile ai membri del patto, qualora i mutamenti determinino una vera e propria novazione, o comunque implicino una significativa modificazione delle regole di funzionamento del patto o degli assetti di potere esistenti al suo interno."* In particolare si sottolinea nella comunicazione la sussistenza di un obbligo di opa qualora *"l'ingresso di nuovi aderenti o l'uscita di membri originari conducesse al mutamento del socio (o dell'eventuale gruppo di soci tra loro legati da ulteriori accordi) in grado di esercitare una stabile preminenza all'interno del patto o di disporre di uno stabile potere di veto sulle decisioni comuni"*.

Ai fini della risoluzione del quesito in oggetto occorre pertanto esaminare in concreto, alla luce del principio indicato, le prospettate modifiche sia oggettive (modifica di clausole) che soggettive (ingresso di un nuovo aderente) al Patto. Posto che, al fine di ritenere sussistente un obbligo di opa, è necessario che le modifiche soggettive ed oggettive del patto comportino un mutamento "sostanziale" delle regole di *governance*, cui si accompagni un mutamento degli "assetti di potere" esistenti al suo interno, vanno in primo luogo esaminate le modifiche del patto che riguardano l'espressione del voto in assemblea e la nomina degli organi amministrativi della società.

Per quanto riguarda le delibere dell'assemblea ordinaria, a seguito delle modifiche prospettate, il nuovo aderente [...Y...], non disporrebbe di una posizione di preminenza all'interno del patto in quanto per ottenere l'adozione di una delibera assembleare dovrà trovare l'accordo con almeno due dei vecchi azionisti [...società X...] (tra quelli che detengono le partecipazioni maggiori) o addirittura 3 azionisti (se scelti tra quelli che hanno le partecipazioni minori). Tale soggetto non acquisirebbe inoltre un potere di veto [...omissis...], mentre il nucleo storico degli azionisti, sarà in grado di continuare ad imporre la propria volontà al patto disponendo di una partecipazione complessiva del 61% delle azioni apportate.

Con riferimento alla possibilità che la nuova modalità di designazione del consiglio di amministrazione comporti un mutamento degli assetti di potere interni al patto, si osserva che, [...Y...], oltre a non acquisire il potere di nominare la maggioranza degli amministratori (potrà infatti nominarne solo 3 su 12), non disporrà di un numero di amministratori tale da esercitare un potere di veto sulle decisioni del consiglio. A termini di statuto, infatti, oltre che a maggioranza assoluta dei consiglieri, su alcune materie il consiglio delibera a maggioranza qualificata del 70% presenti arrotondato per eccesso (e quindi 8 su 11 o 9 su 12 in caso sia presente l'amministratore di minoranza) e dunque i 3 consiglieri di [...Y...] non sarebbero da soli in grado di paralizzare neanche le delibere del consiglio da prendersi a maggioranza qualificata.

Con riguardo invece alle delibere dell'assemblea straordinaria, come detto, il precedente sistema del necessario accordo di 4 partecipanti su 5 viene sostituito con la regola dell'unanimità, con l'effetto di dare a ciascun aderente al patto e dunque anche a [...Y...] il potere di bloccare in questo ambito le delibere del patto parasociale. Tale modifica, oltre a riguardare un ambito che di norma non assume rilevanza per gli assetti di controllo di una società, non conferisce ad alcuno degli Aderenti (ivi compresa ...società Y...) una posizione "differenziata" rispetto agli altri, in quanto conferisce indistintamente a tutti gli aderenti la facoltà di "bloccare" l'adozione di determinate delibere. Il discorso è estensibile anche alle delibere di competenza dell'assemblea ordinaria nelle quali viene introdotta la regola dell'unanimità (modifica del numero degli amministratori, revoca dell'amministratore delegato, nomina dei 3 consiglieri di amministrazione indipendenti).

Più in generale, dalla lettura complessiva delle modifiche che riguardano gli accordi di voto e la *governance* di [...società X...], emerge che il nuovo socio investitore [...Y...], pur entrando in possesso di una rilevante partecipazione nel capitale della società, intende condividere le attuali linee di gestione della società (si veda ad esempio la norma del nuovo patto che prevede il mantenimento in carica degli amministratori con incarichi esecutivi) e si porrà in una situazione di sostanziale parità con i vecchi soci, salve alcune specifiche garanzie volte soprattutto alla tutela dell'investimento effettuato da [...Y...] (quali ad esempio la nomina di un membro effettivo del collegio sindacale) nonché garanzie di ritorno sull'investimento (ad es. predefinizione di una politica di dividendi).

Sulla base delle predette considerazioni può dunque rilevarsi che, a seguito dell'ingresso di [...Y...] e delle prospettate modifiche del patto relative alla *governance* della società, non si verificherà una novazione del Patto o un "sostanziale" mutamento degli assetti di potere interni al medesimo.

Ad analoga conclusione deve pervenirsi anche a seguito dell'esame delle ulteriori modifiche del Patto prospettate nel quesito che non attengono alla *governance* della società. Tali modifiche, rappresentate come detto dalla previsione di un diritto di prelazione, dal meccanismo del *drag along* e dalla clausola di rinnovo tacito del patto, hanno infatti l'effetto di specificare termini e limiti dell'accordo di blocco, senza modificarne sostanzialmente la natura. La clausola di rinnovo tacito non costituisce poi un modifica della "*durata*" del patto in quanto incide unicamente sulle modalità di un eventuale rinnovo, che non necessiterà della formale stipula di un nuovo negozio ma si potrà basare sulla implicita manifestazione di consenso delle parti.

Più in generale, le prospettate modifiche al Patto che non attengono alla *governance* di [...società X...] evidenziano l'intento degli Aderenti non tanto di dare vita ad una novazione dell'accordo in essere ovvero di modificare gli assetti di potere interni al medesimo, quanto di: i) prefigurare un meccanismo di dismissione nel medio periodo dell'intera partecipazione conferita al

fine di massimizzarne il valore (in quanto partecipazione di controllo di diritto); ii) individuare strumenti che, nelle more della dismissione, siano in grado di conservare integra la partecipazione complessiva apportata neutralizzando gli effetti di riduzione di detta partecipazione.

Tutto quanto sopra considerato si ritiene che l'ipotesi prospettata dal quesito in oggetto, salva ogni necessaria verifica collegata alla concreta attuazione dell'operazione, non dia luogo ad un obbligo di offerta pubblica su [...società X...].

IL PRESIDENTE
Lamberto Cardia