CONSOB

Comunicazione n. DEM/8085779 del 17-9-2008

inviata agli studi legali ... e alle società ...

OGGETTO: ***[...società X...]/[...società Y...]* - Quesito concernente l'applicabilità degli artt. 106 e 109 del Tuf ad una ipotesi di acquisto di azioni *[...società X...]* e modifica del Patto parasociale di controllo**

Con nota in data ..., e successive note del ..., lo Studio Legale ... e lo Studio Legale ..., nell'interesse degli azionisti aderenti al patto di sindacato della società quotata *[...società X...]* (...) e del*[la] [...società Y...]* (...), hanno formulato un quesito relativo all'applicabilità della disciplina in materia di opa obbligatoria in relazione ad un'operazione societaria che prevede l'ingresso di *[...società Y...]* nel capitale di *[...società X...]* e la sua adesione al patto parasociale (di seguito il "Patto") cui risultano attualmente apportate azioni pari al 53% circa del capitale di *[...società X...]*.

In particolare, in data ... *[...società X...]*, gli aderenti al Patto e *[...società Y...]* hanno raggiunto un articolato accordo che prevede in via contestuale: i) la sottoscrizione da parte di *[...società Y...]* di un amento di capitale deliberato da *[...società X...]* per una quota di poco inferiore al 10% del capitale *ante*-aumento; ii) l'acquisto da parte di *[...società Y...]* di ulteriori partecipazioni *[...società X...]* dagli aderenti al Patto (...) e l'ingresso di *[...società Y...]* nel Patto *[...società X...]*, tramite la modifica di alcune disposizioni dell'accordo medesimo, con conferimento al Patto sia delle azioni sottoscritte in esito all'aumento di capitale riservato, sia delle azioni acquistate dagli altri aderenti per un totale del ...% del capitale su base *fully diluted*.

Nel quesito si chiede di confermare che a seguito dell'ingresso nel Patto di *[...società Y...]*, e delle modifiche conseguentemente apportate all'accordo parasociale non sorgerà un obbligo di offerta pubblica su *[...società X...]* in quanto le modifiche soggettive ed oggettive che verrebbero introdotte nel Patto non comportano, sulla base dei precedenti orientamenti espressi dalla Consob in *subjecta materia* un "*mutamento sostanziale delle regole di governance cui si accompagni un mutamento degli 'assetti di potere' esistenti al suo interno*".

In particolare, codesti Studi Legali, con riferimento alle modifiche del Patto che più strettamente attengono agli assetti di controllo di *[...società X...]*, hanno rilevato in merito alla posizione di *[...società Y...]* che, nonostante l'attribuzione a questa di rappresentanti in seno al comitato direttivo del Patto (chiamato in primo luogo a determinare il voto degli aderenti nell'assemblea di *[...società X...]*) e nel consiglio di amministrazione della società, nonché la previsione di *quorum* rafforzati per l'adozione delle delibere dei predetti organi, ai rappresentanti designati da *[...società Y...]* "*non verrebbe attribuito alcun diritto di veto sulle decisioni oggetto del Patto*", disponendo quest'ultima della facoltà di nominare 3 membri su 10 del comitato direttivo (con quorum deliberativo di 7 membri) e 4 amministratori su 15 (con *quorum* deliberativo rafforzato di 10 componenti).

Per quanto attiene invece a possibili modifiche della sfera di influenza degli aderenti riuniti nel Gruppo A sulla nomina del consiglio di amministrazione *[...società X...]*, gli Studi Legali hanno rappresentato, innanzitutto, che tale Gruppo, oltre ad essere un mero raggruppamento di aderenti a scopo organizzativo, non ha un vero e proprio potere di nomina della maggioranza del consiglio di amministrazione in quanto gli aderenti riuniti in tale gruppo, potendo designare 5 amministratori su 13 e pur detenendo la maggioranza nell'assemblea dei partecipanti deputata a designare ulteriori tre amministratori, non sono *obbligati* a votare in modo uniforme in tale sede. In secondo luogo, è stato fatto presente che l'ultima versione del quesito prevede un meccanismo che replica sostanzialmente il grado di influenza di tale Gruppo sulla nomina del C.d.A., in tal modo determinando, con

riferimento alle clausole del nuovo Patto, l'insussistenza di un mutamento sostanziale degli assetti di potere interni al medesimo.

Con riferimento alle ulteriori modifiche previste nel Patto si osserva inoltre nel quesito che:

- la modifica delle regole di funzionamento dell'Assemblea dei partecipanti relativa all'introduzione della decisione all'unanimità anziché a maggioranza assoluta per le modifiche del Patto e l'adesione di nuovi partecipanti, oltre a riguardare una materia che non assume rilevanza per gli assetti di controllo della società, non conferisce ad alcuno degli aderenti una posizione "*differenziata*" rispetto agli altri;

- le modifiche del patto che attribuiscono alcune prerogative a *[...società Y...]* (nomina di un sindaco, potere di sostituzione del CFO, verifica del *business plan*) introducono "*alcune specifiche garanzie volte soprattutto alla tutela dell'investimento effettuato*" dal fondo senza peraltro alterare gli assetti di potere interni al Patto;

- la *put* a favore di *[...società Y...]* - nel caso in cui non si addivenga al rinnovo del patto ovvero *[...società Y...]* non entri a far parte di un nuovo patto aggregante almeno il 27% del capitale sociale di *[...società X...]*- non può considerarsi una "*novazione*" del Patto in quanto strumento volto a proteggere, in caso di scadenza del patto, il valore dell'investimento effettuato dall'investitore istituzionale.

1) Il tema posto dal quesito risulta oggetto di numerose comunicazioni della Consob a partire dalla n. DIS/99061705 del 13 agosto 1999, ed è stato recentemente oggetto di due recenti comunicazioni (n. DEM/DCL/7096246 del 26 ottobre 2007 e n. DEM/7103030 del 20 novembre 2007) in cui si ribadisce la sussistenza di un obbligo di OPA allorché le modifiche soggettive ed oggettive apportate ad un patto parasociale determinino un mutamento del soggetto controllante, ovvero l'acquisizione da parte di un nuovo soggetto di una "*posizione differenziata*" rispetto agli altri aderenti in grado di consentirgli una influenza rilevante sulle decisioni del patto (quale ad esempio l'acquisizione di un diritto di veto anche non esclusivo da parte del nuovo aderente).

Al fine di applicare i predetti principi al caso di specie occorre innanzitutto esaminare le eventuali ripercussioni che le nuove clausole del patto apporterebbero alla sfera di influenza degli aderenti riuniti nel Gruppo A sulla governante di *[...società X...]*. Ciò in quanto già a partire dalla comunicazione Consob n. DIS/99061705 del 13 agosto 1999 veniva evidenziato che, il "*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*" costituisce un profilo rilevante al fine di determinare l'insorgenza o meno dell'obbligo di OPA.

Nel caso in esame emerge infatti che il Gruppo A dei soci del Patto, prima delle modifiche prospettate, fosse in grado di "*esercitare una stabile preminenza all'interno del patto*" essendo in grado "potenzialmente" di esprimere la maggioranza (8 componenti su 13) del consiglio di amministrazione di *[...società X...]*. Non si dubita inoltre che il Patto *[...società X...]* preveda al proprio interno dei sottogruppi in senso tecnico, in quanto sussistono disposizioni del Patto riferibili a singoli gruppi e non alla generalità degli aderenti, quali, ad esempio, la deroga al vincolo di inalienabilità delle partecipazioni apportate per i trasferimenti di azioni all'interno dei singoli gruppi o l'assegnazione di amministratori, sindaci e di membri del Comitato Direttivo ai singoli gruppi[1].

[1] Quanto alla considerazione contenuta nel quesito secondo cui non è attualmente possibile imputare al Gruppo A i 3 consiglieri operativi (decisivi per il controllo) la cui nomina spetta all'assemblea dei

Ciò chiarito occorre rilevare che l'ultima formulazione del nuovo Patto *[...società X...]* prospettata dagli Studi Legali sembra consentire al Gruppo A di mantenere la propria posizione di potenziale *preminenza* sulla designazione dei componenti del consiglio di amministrazione *[...società X...]*, in quanto:

- **attualmente** il Gruppo A nomina 5 consiglieri su 13 ed i suoi membri detengono la maggioranza nell'organo (assemblea dei partecipanti) deputato a nominare ulteriori 3 componenti potendo designare in tal modo la maggioranza dei consiglieri;

- **con le modifiche da ultimo previste** il Gruppo A nominerà 1 amministratore su 15 ed i suoi membri disporranno della maggioranza nell'organo (assemblea dei Gruppi A, B e C) deputato a nominare ulteriori 7 componenti continuando a poter designare in tal modo la maggioranza dei consiglieri; inoltre alla previsione di maggioranze rafforzate (2/3 ossia 10 consiglieri su 15) per l'adozione in sede di consiglio di amministrazione di alcune importanti delibere, si accompagnerà la clausola che dispone il necessario gradimento dell'assemblea composta dagli aderenti ai Gruppi A, B e C (in cui gli aderenti al Gruppo A detengono la maggioranza), per la designazione di due ulteriori componenti del C.d.A., in modo tale da estendere la sfera d'influenza potenziale del Gruppo A alla nomina dei 2/3 del consiglio.

Per quanto riguarda invece le modifiche che interessano la composizione ed il funzionamento del comitato direttivo del Patto, occorre osservare che già nella versione attuale del Patto il Gruppo A, come evidenziato nel quesito, non aveva la certezza di poter determinare l'assunzione di una delibera, ovvero di opporre un veto all'adozione della stessa in quanto disponeva della facoltà di nominare la metà dei componenti del comitato direttivo (5 su 10) con prevalenza a parità di voti espressi del voto del presidente del comitato nominato di comune accordo da tutte le parti. La redistribuzione dei rappresentanti dei vari Gruppi in seno al Comitato Direttivo prevista dal nuovo Patto, pur riducendo i membri attribuiti al Gruppo A e prevedendo un quorum deliberativo rafforzato, non sembra alterare dunque in modo sostanziale il predetto scenario.

2) Sempre sotto il profilo delle modifiche alla governante di *[...società X...]* deve osservarsi che il nuovo aderente *[...società Y...]*, pur divenendo il nuovo azionista di maggioranza relativa della società non acquisirà una "*posizione differenziata*" rispetto agli altri gruppi di aderenti al Patto, per tale intendendosi la capacità di influenzare in modo determinante le decisioni in materia di nomina del consiglio di amministrazione di *[...società X...]* ed il voto nell'assemblea della società, ovvero di disporre di uno stabile potere di veto su tali decisioni. Ciò in quanto:

- ad *[...società Y...]* verrà attribuita la facoltà di nomina di 4 consiglieri su 15 e dunque gli amministratori designati da *[...società Y...]* oltre a non poter determinare le delibere del C.d.A., non disporranno nemmeno di un potere di veto sulle decisioni da adottarsi in tale sede con *quorum* rafforzati (essendo all'uopo necessari almeno 5 consiglieri);

- per quanto riguarda il comitato direttivo del Patto, *[...società Y...]* potendo designare 3 rappresentanti su 10, oltre a non determinare le delibere di tale organo, non disporrà di un potere di veto, posto che tutte le decisioni del Comitato potranno essere adottate a

---

partecipanti, in quanto non vi sarebbe per gli aderenti al Gruppo A alcun obbligo di votare in maniera coordinata in tale sede, potendo formarsi all'interno dell'assemblea maggioranze trasversali, deve osservarsi che non può dirsi irrilevante, ai fini OPA, la perdita ovvero l'acquisto da parte di tale entità anche della semplice "possibilità" di esercitare una "influenza notevole" sugli assetti di controllo di una società quotata, soprattutto nella misura in cui tale "possibilità" è, come nel caso in esame, rimessa unicamente alla volontà dei soggetti che compongono il sottogruppo.

maggioranza dei 2/3 (7 componenti su 10) e dunque anche con voto contrario di tutti i rappresentanti designati da *[...società Y...]*.

3) Per quanto riguarda le ulteriori modifiche del Patto non strettamente attinenti all'esercizio del diritto di voto nell'assemblea di *[...società X...]* ed alla nomina del consiglio di amministrazione - *i.e.*: i) attenuazione del vincolo di blocco; ii) attribuzione ad *[...società Y...]* della facoltà di nominare un membro effettivo del collegio sindacale, il CFO e l'*observer/controller*; iii) delibera all'unanimità delle modifiche del Patto; iv) opzione *put* a favore di *[...società Y...]* avente ad oggetto la partecipazione *[...società X...]* acquistata dagli attuali aderenti al Patto nel caso in cui non si addivenga al rinnovo del patto - si può concordare con quanto rappresentato nel quesito in merito alla circostanza che tali modifiche non sono tali da determinare una novazione del Patto stesso.

Nella già richiamata Comunicazione n. DEM/7103030 del 20 novembre 2007 la Consob ha rilevato come modifiche pattizie dello stesso genere di quelle sopra richiamate non siano idonee a determinare una novazione di un accordo parasociale rilevante ex art. 122 Tuf.

In particolare occorre rilevare che le clausole richiamate ai precedenti punti non paiono finalizzate alla modifica degli assetti di potere interni ad un patto né tanto meno ad alterarne l'oggetto, ma sono connaturate all'ingresso di nuovi soci nella compagine di controllo, in quanto forniscono garanzie di permanenza delle condizioni soggettive ed oggettive del patto, strumenti di controllo sull'investimento effettuato (nomina di un sindaco, designazione del CFO), ovvero forme di exit per il nuovo socio in caso di scioglimento del Patto.

4) Tutto quanto sopra considerato si ritiene che, con riferimento all'ipotesi prospettata nel quesito, non sussista un obbligo di OPA a carico degli aderenti al Patto, in quanto l'ingresso del nuovo socio *[...società Y...]* e le previste modifiche all'accordo parasociale non comportano una novazione dell'accordo od una sostanziale modifica degli assetti di potere interni al medesimo.

p. IL PRESIDENTE
Paolo di Benedetto