

Comunicazione n. DEM/9023135 del 16-3-2009

inviata agli studi legali ... e alla [...società A ...]

OGGETTO: Quesito in merito alla sussistenza di un obbligo di OPA in conseguenza di un'operazione di riallocazione delle partecipazioni detenute dagli aderenti al Patto parasociale che controlla [...società A ...]

In data ... è pervenuto alla Consob un quesito, presentato dagli Studi Legali ... (di seguito gli "Studi Legali") per conto dei [...soci X, Y e Z...] che insieme al [...socio W...] detengono il controllo di diritto di [...società A ...] in quanto aderenti ad un patto parasociale di voto e di blocco (di seguito il "Patto"). In data ... sono pervenute ulteriori precisazioni relative al quesito.

Il quesito concerne l'applicabilità della disciplina in materia di offerte pubbliche di acquisto obbligatorie ad un'operazione di riassetto delle partecipazioni detenute dai [...soci...] in [...società A ...], attualmente pari al 50,4% circa del capitale sociale con diritto di voto, in connessione con l'operazione di aumento di capitale della società annunciata al mercato in data

In particolare nel quesito si rileva che, a causa del peggioramento del quadro economico è intervenuto tra [...società A ...] e [...banca K ...] un accordo di rinegoziazione dei covenant presenti nel contratto di finanziamento per euro ... circa concesso da quest'ultima banca, subordinatamente alla realizzazione di un aumento di capitale di [...società A ...] da offrire in opzione ai soci, nella misura di Euro ... milioni circa, ed all'impegno dei [...soci...] a sottoscrivere l'aumento di capitale per l'integrale quota di loro spettanza, e quindi per complessivi Euro ... milioni circa.

Posto che uno dei [...soci...] ([...W...]) non ha oggettiva possibilità di prender parte all'aumento, in quanto lo specifico [...socio...] che ha effettuato l'investimento in [...società A ...] ha esaurito le proprie disponibilità, è stata ideata dai [...soci...] un'operazione di riassetto delle partecipazioni detenute in grado di garantire l'integrale sottoscrizione del 50% (Euro ... milioni) dell'importo dell'aumento di capitale e dunque anche della quota di spettanza [...W...].

[...società A ...] ha inoltre raggiunto un'intesa con [...società B ...] in virtù della quale quest'ultima ha assunto l'impegno a fermo, risolvibile solo in caso di grave peggioramento delle previsioni economiche di [...società A ...], di garantire - mediante un consorzio di garanzia da essa stessa coordinato e diretto - la sottoscrizione dell'eventuale inoptato.

L'operazione di riassetto azionario prevede in estrema sintesi che: i) successivamente alla delibera dell'assemblea straordinaria [...società A ...] di approvazione dell'aumento di capitale, [...W...] trasferisca a [...Y...] e ad [...X...], ad un prezzo simbolico, l'intera partecipazione del 19,288% da questa (indirettamente) posseduta in [...società A ...]; ii) a fronte di ciò i [...soci...] cessionari sottoscrivano nel contesto dell'aumento di capitale tutti i diritti di loro spettanza comprensivi per tanto anche di quelli relativi alla quota [...W...]; iii) il patto parasociale in essere tra i [...soci...] venga modificato in conseguenza dell'uscita di [...W...] e dell'incremento delle partecipazioni detenute da [...Y...] e [...X...]; iv) successivamente al perfezionamento dell'aumento di capitale [...Y...] ed [...X...] retrocedano a [...W...] un numero di azioni [...società A ...] compreso tra il 20% ed il 30% della partecipazione detenuta da [...W...] anteriormente alla cessione.

A fronte di ciò nel quesito si chiede di confermare che:

1. per effetto degli acquisti infra-Patto delle azioni di [...W...] da parte di [...X...] e [...Y...] e delle modifiche che verranno in conseguenza apportate al Patto non si determinerà in capo ai [...soci...]

l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto su [...società A ...] ai sensi degli artt. 106 e 109 del D.lgs. 58/98;

2. un tale obbligo non sorgerà in capo a [...Y...] laddove, a seguito degli acquisti di azioni [...W...] e della successiva sottoscrizione dell'aumento di capitale per la quota di sua spettanza, questa dovesse eventualmente trovarsi a detenere, a causa del mancato esercizio da parte di altri soci dei diritti di opzione loro spettanti e del venir meno del consorzio di garanzia, una partecipazione in [...società A ...] superiore al 30%, in virtù dell'esenzione prevista dagli articoli 106, comma 5, lett. (c), del D.lgs. 58/98 e 49, comma 1, lettera (d), del Regolamento n. 11971/99.

* * *

1. Il primo quesito posto dagli Studi Legali attiene alla verifica circa l'effetto delle modifiche soggettive ed oggettive che verranno apportate al Patto in conseguenza dell'operazione prospettata. In particolare si tratta di stabilire, ai sensi di quanto più volte espresso dalla Consob nelle proprie comunicazioni (cfr. in particolare Comunicazioni nn. DIS/99061705 del 13 agosto 1999; DEM/DCL/7096246 del 26 ottobre 2007; DEM/7103030 del 20 novembre 2007; DEM/8085779 del 17 settembre 2008), se tali modifiche, 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 un'influenza rilevante sulle decisioni del Patto, e pertanto comportino una vera e propria novazione dell'accordo parasociale.

In merito si condivide, nei limiti di quanto di seguito indicato, l'affermazione degli Studi legali secondo cui nel caso di specie non sarebbe rinvenibile un effetto "novativo" delle modifiche soggettive ed oggettive apportate al Patto. In particolare si osserva quanto segue.

Il Patto prevede attualmente che l'esercizio del diritto di voto nell'assemblea [...società A ...] su alcune importanti materie venga determinato dai [...soci...] con una maggioranza qualificata "per teste" (3 su 4), non commisurata quindi alla porzione di capitale da ciascuno di essi detenuta. Analogamente, con riferimento alla nomina del consiglio di amministrazione si prevede la facoltà per ciascun [...socio...] di nominare un identico numero di amministratori (2) ed il necessario consenso, per le materie di maggiore rilevanza, degli amministratori designati da almeno 3 dei 4 [...soci...]. Una tale struttura del Patto comporta quindi che, allo stato, non vi sia alcun soggetto dotato di una posizione predominante all'interno del Patto o che possa esercitare un diritto di veto esclusivo sulle delibere del medesimo.

Le modifiche prospettate, nella misura in cui si limitano ad adeguare l'attuale struttura del patto alla fuoriuscita di uno dei [...soci...] prevedendo il necessario consenso di 2 [...soci...] su 3 (anziché 3 su 4), per le delibere da assumere in sede di assemblea o di consiglio di amministrazione, non appaiono pertanto idonee ad alterare in modo sostanziale gli assetti di potere interni al patto determinando un mutamento del soggetto controllante o l'acquisizione da parte di uno o più paciscenti di una posizione differenziata rispetto agli altri.

Per quanto riguarda le modifiche prospettate circa le delibere assembleari di aumento di capitale, deve osservarsi che anche tali modifiche non paiono tali da determinare un mutamento sostanziale degli assetti di potere o delle regole di funzionamento interne al patto. Ciò in quanto tali modifiche, oltre a riguardare una materia riservata ai compiti dell'assemblea straordinaria e pertanto estranea alla nozione di controllo rilevante ai fini OPA, si risolvono o nell'introduzione della regola dell'unanimità (anziché della maggioranza qualificata) per alcune delibere di aumento di capitale che non determina una posizione differenziata in capo ad alcuno dei [...socio...], o, per le restanti

fattispecie di aumento (ex. art. 2446 e 2447 c.c.; derivanti da inadempimento del contratto di finanziamento con [...banca K...]), nella introduzione di un obbligo di preventiva consultazione.

Considerazioni simili valgono anche con riferimento alle modifiche ai meccanismi di exit dei [...soci...] dal Patto (priorità di [...X...] e [...Y...] nel disinvestimento della quota rinveniente dalla partecipazione [...W...] e limiti di prezzo in correlazione all'obbligo di covendita di [...Z...]) che trovano la propria giustificazione nel maggior impegno economico profuso dai [...soci...] rimanenti in occasione dell'aumento di capitale e non sono in grado di alterare la posizione sostanzialmente paritetica da questi rivestita all'interno del Patto.

Si ritiene pertanto che le modifiche oggettive e soggettive del Patto prospettate nel quesito non determinino una vera e propria novazione dell'accordo e dunque non generino in capo agli aderenti al Patto l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto su [...società A...].

2. Il secondo quesito posto dagli Studi Legali riguarda la sussistenza dell'esenzione prevista dagli articoli 106, comma 5, lett. (c), del D.lgs. 58/98 e 49, comma 1, lettera (d), del Regolamento Emittenti (acquisti involontari) ove [...Y...] - a seguito degli acquisti di azioni [...W...] e della successiva sottoscrizione dell'aumento di capitale per la quota di sua spettanza dovesse eventualmente trovarsi a detenere, a causa del mancato esercizio da parte di altri soci dei diritti di opzione loro spettanti e del venir meno del consorzio di garanzia, una partecipazione in [...società A...] superiore al 30%.

In merito a detto quesito occorre rilevare che, secondo quanto riportato dagli Studi Legali, il superamento della soglia del 30% da parte di [...Y...] potrà verificarsi solo in caso di risoluzione dell'impegno di [...società B...] a sottoscrivere la parte inoptata dell'aumento di capitale [...società A...], e quindi solo in caso di un rilevante mutamento del quadro fattuale esistente (si ricordi infatti che l'impegno di garanzia di [...società B...] potrà essere risolto solo in caso di "grave peggioramento delle previsioni economiche di [...società A...]").

Specificamente, l'eventuale superamento, da parte di [...Y...], della soglia del 30% del capitale con diritto di voto di [...società A...] sarebbe originato: (i) dalla mancata integrale sottoscrizione dell'aumento di capitale per il venir meno dell'impegno di sottoscrizione di [...società B...]; (ii) dall'acquisto - intervenuto successivamente alla delibera del predetto aumento di capitale e prima dell'esecuzione della stessa, di una partecipazione pari al 15,112% - che porterebbe tale soggetto a detenere il 29,95% del capitale, con esercizio di tutti i diritti di sottoscrizione afferenti a tale partecipazione.

Si tratta quindi di stabilire se, in tale ipotesi, il superamento della soglia OPA possa essere attribuito a cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente in quanto verificatosi a seguito dell'esercizio di diritti di opzione "originariamente spettanti" come ricavabile dall'art. 106, comma 5, TUF e dall'art. 49 del Reg. Em. nonché dalle comunicazioni Consob in materia di diritti spettanti all'acquirente in virtù della qualità di socio (cfr. Comunicazioni nn. DEM/1081336 del 26 ottobre 2001; DEM2018528 del 20 marzo 2002; DEM/2045801 del 28 giugno 2002).

Nel caso di specie va osservato che [...Y...] si limiterebbe ad esercitare esclusivamente i diritti di opzione spettanti in relazione alla propria partecipazione in [...società A...] così come incrementatasi a seguito dell'acquisto della partecipazione [...W...], e dunque non vi sarebbe un acquisto di ulteriori diritti di sottoscrizione non spettanti in virtù della qualità di socio [...società A...].

Sotto altro profilo va, tuttavia, considerato che la particolarità dell'ipotesi prospettata è rappresentata dal fatto che [...Y...], successivamente all'annuncio dell'operazione di aumento di capitale ed in stretta connessione con la stessa, compirebbe un rilevante acquisto (da [...W...]) di azioni [...società A...] incrementando in pari misura i propri diritti di sottoscrizione sull'aumento di capitale.

Ciò posto si tratta ora di stabilire se, in linea generale, possano considerarsi come "*originariamente spettanti*" anche i diritti di sottoscrizione relativi a partecipazioni che siano acquistate successivamente ad una delibera di aumento di capitale e prima dell'esecuzione della medesima.

Alla questione posta può darsi risposta positiva. Ciò in quanto, se da un lato appare evidente che l'effettuazione di acquisti azionari a ridosso di un'operazione di aumento di capitale, accresce la possibilità per l'acquirente di superare la soglia OPA in conseguenza del maggior numero di diritti di sottoscrizione ad esso spettanti, è altrettanto vero che il superamento della soglia, in questo specifico caso, non può prescindere dalla non integrale sottoscrizione dell'aumento di capitale e quindi da un evento che è comunque indipendente dalla volontà dell'acquirente.

Sul punto deve peraltro osservarsi che, sia in ipotesi di acquisti azionari che di diritti di sottoscrizione non eccedenti la soglia OPA su base "*fully diluted*", necessita di particolare attenzione la verifica circa l'insussistenza - prevista dai richiamati orientamenti Consob - di intenti elusivi dell'obbligo di offerta pubblica ossia di profili dell'operazione, valutabili anche ex post, che facciano ritenere non del tutto involontaria la mancata integrale sottoscrizione dell'aumento di capitale di cui sopra.

IL PRESIDENTE
Lamberto Cardia