CONSOB

Comunicazione n. DEM/3052317 del 6-8-2003

inviata all'ACEA spa, all'A.M.G.A. spa e, p.c.: Acquedotto De Ferrari Galliera spa, Acquedotto Nicolay spa

Oggetto: **Gruppo Acea-Gruppo Amga - Applicabilità dell'art. 121, comma 3, del D.Lgs. n. 58/98 in materia di partecipazioni reciproche**

1. Si fa riferimento:

- alla nota pervenuta in data 9 maggio 2003 (di seguito "la nota del 9 maggio"), con la quale Acea S.p.A. (di seguito "Acea") - nel segnalare l'esistenza di una fattispecie di incrocio azionario triangolare tra il gruppo Acea e il gruppo Amga - ha richiesto a questa Commissione "*di voler adottare ogni provvedimento volto ad accertare la sussistenza della….situazione rilevante ai sensi dell'art. 121, comma 3, TUF e a rimuovere…..ogni incertezza in merito all'esercizio dei diritti di voto da parte di ACEA e AMGA (tramite GENOVA ACQUE) nelle società interessate*";

- alla relazione predisposta, anche avuto riguardo alla questione in oggetto, ai sensi degli articoli 2408 del c.c. e 128 del D.Lgs. n. 58/98 (di seguito "TUF") dal Collegio Sindacale di A.M.G.A. S.p.A. (di seguito "Amga"), pervenuta in data 2 luglio 2003.

2. Secondo quanto affermato nella nota del 9 maggio, la fattispecie rilevante di incrocio "triangolare" concerne, da una parte, il gruppo Acea (facente capo al Comune di Roma) e, dall'altra, il gruppo Amga (facente capo al Comune di Genova), nei termini di seguito illustrati:

- Acea - per il tramite della società Acqua Italia S.p.A. (di seguito "Acqua Italia") controlla di diritto (66,92%) la società quotata Acquedotto de Ferrari Galliera S.p.A. (di seguito "De Ferrari");
- Acea - mediante le società Immobiliare delle Fabbriche S.p.A. e De Ferrari - controlla di diritto (53,14%) anche la società quotata Acquedotto Nicolay S.p.A. (di seguito "Nicolay");
- Acea detiene, inoltre, una partecipazione pari al 3,68% di Amga;
- Amga, per il tramite di Genova Acque, detiene infine:
  - una partecipazione del 27,62% nel capitale ordinario De Ferrari;
  - una partecipazione del 33,70% nel capitale sociale Nicolay.

Secondo quanto precisato da Acea, come risulta dalla comunicazione *ex* art. 120 del TUF effettuata da ultimo in data 11 maggio 2000, l'acquisto della partecipazione superiore al 2% in Amga da parte di Acea è avvenuto in data 4 aprile 2000; di contro, Amga ha comunicato ai sensi della citata norma di aver superato la soglia del 2% in Nicolay e De Ferrari per effetto di operazioni avvenute, rispettivamente, in data 7 aprile 2000 (acquisto del 2,73% di Nicolay) e 30 novembre 2000 (acquisto del 27,62% di De Ferrari). Pertanto, alla luce dei dati summenzionati, l'acquisto da parte di Acea di una partecipazione rilevante nel capitale di Amga precede l'acquisto da parte di quest'ultima di una partecipazione rilevante nel capitale delle società De Ferrari e Nicolay, società entrambe controllate dalla stessa Acea.

L'ipotesi in esame, continua l'istante, configura pertanto una fattispecie di "incrocio triangolare" disciplinato dall'art. 121, comma 3, del TUF: in particolare, a mente di tale norma, "*…..se un soggetto detiene una partecipazione superiore al due per cento del capitale in una società con azioni quotate, questa o il soggetto che la controlla non possono acquisire una partecipazione superiore a tale limite in una società con azioni quotate controllata dal primo. In caso di inosservanza, il diritto di voto inerente alle azioni eccedenti il limite indicato è sospeso……*".

Alla luce di quanto rilevato, Acea ha quindi comunicato in data 23 aprile 2003 ai Presidenti del

CdA e del Collegio Sindacale di Nicolay e De Ferrari "*di ritenere il socio Amga non legittimato al voto nelle rispettive assemblee relativamente alle azioni eccedenti il limite del 2%….*": per effetto di ciò, nel corso delle Assemblee delle due menzionate società tenutesi il 24 aprile 2003, i Presidenti delle medesime hanno invitato il socio Genova Acque ad astenersi dall'esercitare il diritto di voto nei termini suindicati. A fronte di tale invito il rappresentante di Genova Acque, dopo aver richiesto di mettere a verbale il proprio dissenso rispetto alle decisioni assunte da detti Presidenti, ha abbandonato la riunione assembleare.

Successivamente, si evidenzia nella nota del 9 maggio, nel corso dell'Assemblea ordinaria di Amga svoltasi il 30 aprile 2003, il Presidente ha evidenziato l'impossibilità per Acea di esercitare il diritto di voto inerente le azioni eccedenti la soglia del 2% rispetto alla partecipazione complessivamente detenuta, argomentando circa il fatto che la stessa Amga - in forza di un patto parasociale stipulato con la società Vivendi SA (di seguito "Vivendi") in data 17 marzo 2000 - avrebbe superato la soglia rilevante *ex* art. 121, comma 3, del TUF, nelle società Nicolay e De Ferrari anteriormente al superamento di detta soglia da parte di Acea in Amga. Tale decisione è stata contestata dal rappresentante di Acea, che ha fatto mettere a verbale il proprio dissenso e ha richiesto al Collegio Sindacale della società, ai sensi del combinato disposto degli artt. 2408 del codice civile e 128 del TUF, di indagare senza ritardo sui fatti denunziati esprimendo le proprie valutazioni e proposte al riguardo.

3. A sostegno della ricostruzione prospettata, Acea sottolinea, preliminarmente, che il criterio individuato dall'art. 121 del TUF per stabilire quale partecipazione, nel caso di incrocio, possa conservare per intero il relativo diritto di voto è sempre quello della priorità del superamento delle soglie partecipative rilevanti.

In relazione a ciò, si argomenta nella nota del 9 maggio, deve osservarsi che il perfezionamento dell'operazione di acquisto rilevante di Acea in Amga è datato 4 aprile 2000, mentre Amga ha individuato, nelle comunicazioni inviate alla Consob ai sensi dell'art. 120 del TUF, il 7 aprile 2000 e il 30 novembre 2000 quali date di conclusione delle operazioni che hanno determinato il superamento della soglia di rilevanza rispettivamente in Nicolay e De Ferrari.

A tale riguardo a nulla rileva, secondo Acea, la circostanza che in data 17 marzo 2000 era stato stipulato un patto parasociale tra Amga e Vivendi a fronte del quale quest'ultima si impegnava ad acquisire - mediante sottoscrizione di un apposito aumento di capitale - una partecipazione pari al 20% del capitale di Genova Acque dietro conferimento in natura delle azioni ordinarie dalla stessa detenute in De Ferrari e Nicolay, considerando che:

- con specifico riferimento a Nicolay, l'operazione a seguito della quale Amga ha superato la soglia di rilevanza ai fini dell'incrocio non è quella esecutiva dell'accordo con Vivendi: ciò si evince dalla prima comunicazione effettuata al riguardo dalla stessa Amga ai sensi dell'art. 120 del TUF in relazione all'acquisto del 2,73% di Nicolay ove quale data operazione veniva indicata il 7 aprile 2000 (e non il 17 marzo, data di stipula del patto) e quale tipologia di acquisto quella classificata come "*compravendita in un mercato regolamentato*"; il primo acquisto ascrivibile all'operazione concordata con Vivendi (a seguito del quale Amga ha conseguito la partecipazione attualmente detenuta in Nicolay, pari al 33,70%) risale al 14 maggio 2001, ove viene indicata quale tipologia di operazione quella generica di "*compravendita*", all'interno della quale rientrano anche gli acquisti derivanti da un conferimento;

- il patto parasociale Amga-Vivendi aveva comunque natura meramente obbligatoria ed era altresì sottoposto a condizioni di efficacia, non potendo pertanto costituire titolo idoneo per l'acquisto rilevante: ciò è avvalorato dalla circostanza che le comunicazioni relative ai superamenti delle soglie partecipative da parte di Amga riconducibili all'attuazione dell'accordo riportano quali date di acquisto il 30 novembre 2000 per l'acquisto in De Ferrari e il 14 maggio 2001 per l'acquisto in Nicolay, e non il 17 marzo 2000 (data di stipula del patto citato).

4. Come detto, in esito alla denuncia presentata nel corso dell'Assemblea Amga del 30 aprile u.s. dall'azionista Acea, il Collegio Sindacale della stessa Amga ha effettuato le proprie valutazioni, rappresentate nella relazione pervenuta alla Consob in data 2 luglio 2003; in particolare, le conclusioni cui si perviene sulla questione in esame sono nel senso di condividere le argomentazioni formulate da Amga sulla vicenda e di ritenere al contrario infondati i rilievi manifestati da Acea.

La principale argomentazione utilizzata dal Collegio Sindacale per affermare la priorità dell'acquisto delle partecipazioni *ultra limen* in De Ferrari e Nicolay da parte di Amga rispetto all'acquisto di più del 2% da parte di Acea nella stessa Amga, si basa sulla circostanza che "*l'accordo concluso fra AMGA S.p.A. e VIVENDI S.A., reso pubblico e comunicato a Consob ed Acea il 20.3.2000, quindi in un momento anteriore a quello dell'acquisto della partecipazione in AMGA S.p.A. da parte di ACEA S.p.A., attribuiva alla prima la detenzione, almeno sul piano obbligatorio, di una partecipazione rilevante in Acquedotto De Ferrari S.p.A. e Acquedotto Nicolay S.p.A. precludendo ad ACEA S.p.A. la possibilità di esprimere il pieno diritto di voto nell'ipotesi di acquisizione di una partecipazione rilevante in AMGA S.p.A.*".

A sostegno della tesi secondo cui, ai fini di determinare la "priorità" dell'acquisto ai sensi dell'art. 121 del TUF, non è da ritenersi "*decisivo il momento dell'esecuzione produttiva dell'effetto reale, bensì quello in cui è stata conclusa l'operazione da cui l'acquisto dipende, anche soltanto sul piano obbligatorio*" il Collegio Sindacale cita sia la dottrina[(1)] che la stessa Consob richiamando, per quest'ultima, l'art. 121 del Regolamento Emittenti e le dichiarazioni del Presidente della Consob all'incontro annuale con il Mercato Finanziario del 6 maggio 2003.

Il Collegio Sindacale fa presente altresì che, in occasione dell'Assemblea di Amga tenutasi il 5 maggio 2000, il Presidente dell'Assemblea medesima, sulla base di un parere rilasciato in argomento dall'Avv. Prof. Mazzoni in data 4 maggio 2000, fece inserire a verbale una dichiarazione circa l'impossibilità per Acea (peraltro assente) - in virtù dell'applicazione dell'art. 121, comma 3, del TUF, nei termini sopra descritti - di esprimere il voto per un numero di azioni eccedente il 2% del capitale sociale di Amga; il citato parere venne successivamente integrato dallo stesso Prof. Mazzoni in data 23 maggio 2002.

5. I citati pareri del Prof. Mazzoni si riferiscono esclusivamente all'incrocio Amga-Acea-Nicolay, ma con considerazioni che possono ritenersi applicabili anche all'incrocio Amga-Acea-De Ferrari. Più specificamente il primo parere, datato 4 maggio 2000, è stato formulato in vista dell'Assemblea di Amga del 5 maggio e con riferimento alla situazione che allora risultava nota, ossia tenendo conto che: (i) Acea aveva comunicato, *ex* art. 120 del TUF, di aver acquisito una partecipazione in Amga in esito ad un'operazione perfezionatasi il 9 aprile 2000; e che (ii) Amga aveva comunicato, ai sensi della medesima norma, di aver acquisito una partecipazione in Nicolay in esito ad un'operazione perfezionatasi il 7 aprile 2000; il secondo parere, datato 23 maggio 2000, è stato fornito ad integrazione del primo dopo che Amga, in data 11 maggio 2000, aveva ricevuto una nuova comunicazione *ex* art. 120 da parte di Acea, sostitutiva ed integrativa del precedente modello, con la quale si precisava che l'operazione di acquisto della partecipazione nella medesima Amga si era perfezionata il 4 aprile 2000.

Nel primo parere del 4 maggio 2000 il Prof. Mazzoni, dopo aver analizzato e

[1] In particolare, si cita l'intervento di A. Giannelli, nel Commentario al Testo Unico della Finanza edito a cura di Marchetti-Bianchi .

riepilogato le fasi salienti della vicenda esaminata (la stipula dell'accordo parasociale tra Amga e Vivendi del 17 marzo 2000; l'effettuazione, da parte di Acqua Italia - controllata di Acea - di due offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, rispettivamente, su De Ferrari e Nicolay; l'acquisto indiretto da parte di Amga di una partecipazione superiore al 2% in Acea in data 7 aprile 2000; l'acquisto da parte di Acea di una partecipazione superiore al 2% in Amga che si assumeva avvenuto il 9 aprile) giunge a ritenere applicabile al caso di specie la disciplina dell'art. 121, comma 3, del TUF e, pertanto, ad affrontare l'ulteriore problema di stabilire quale dei due gruppi interessati (gruppo Acea o gruppo Amga) dovesse subire, "*in ragione del principio dell'anteriorità dell'acquisizione, la sterilizzazione del potere di voto afferente al proprio investimento in azioni quotate dell'altro gruppo*".

Le conclusioni cui si perviene nel parere sono nel senso di ritenere operante la sterilizzazione del diritto di voto per le azioni superiori al 2% detenute da Acea in Amga sulla base delle seguenti considerazioni:

- principalmente, in quanto - alla luce dei documenti esaminati - l'acquisto di Amga in Nicolay di una partecipazione *ultra limen* risultava avvenuto anteriormente (7 aprile 2000) rispetto all'analogo acquisto di Acea nella medesima Amga (9 aprile 2000);
- in secondo ordine, valutando il comportamento complessivo tenuto da Acea sulla vicenda alla stregua dei "*precetti di buona fede e di conseguente abuso del diritto*".

Con riferimento a tale ultimo aspetto il Prof. Mazzoni osserva, preliminarmente, che l'accordo concluso tra Amga e Vivendi era stato "*stipulato e, quindi, reso pubblico in un momento sicuramente anteriore a quello dell'acquisto della partecipazione in AMGA da parte di ACEA*" facendo pertanto ritenere che "*ACEA non potesse acquisire la partecipazione rilevante in AMGA, atteso che quest'ultima già deteneva - almeno sul piano obbligatorio….una partecipazione rilevante in De Ferrari e Nicolay*": in altri termini, al momento dell'acquisto di Acea, "*l'obbligo di trasferimento ad AMGA…..delle partecipazioni…..era già formalmente in essere (pur in assenza dell'effetto reale differito), nonché comunicato alla CONSOB*".

Tale interpretazione, si legge nel parere, trova conforto non solo nella "*ratio dell'art. 121, 3° co. T.U.F. valutata sul piano sostanziale*", ma anche nella previsione contenuta nell'art. 121 del Regolamento Emittenti che, nello stabilire i termini per l'invio delle comunicazioni dovute *ex* art. 120 del TUF, dispone che le stesse debbono essere trasmesse entro cinque giorni di mercato aperto "*dall'operazione idonea a determinare il sorgere dell'obbligo indipendentemente dalla data di esecuzione*", con ciò dimostrando di "*ritenere decisivo non già il momento dell'esecuzione produttiva dell'effetto reale, quanto piuttosto quello in cui è stata conclusa, anche soltanto sul piano obbligatorio, l'operazione da cui l'acquisto dipende*".

Secondo il Prof. Mazzoni, infine, alla luce delle modalità con le quali era avvenuto l'acquisto da parte di Acea della partecipazione rilevante in Amga, rimaneva "*l'inevitabile sospetto*" che Acea medesima avesse inteso acquisire la partecipazione in Amga con il solo obiettivo di "*far scattare l'applicazione*" nei confronti di quest'ultima del divieto previsto dall'art. 121, comma 3, del TUF e, così facendo, "*di arrecare disturbo*" nei rapporti tra Amga e Vivendi "*facendo balenare il timore di una "sterilizzazione" delle partecipazioni ex-VIVENDI in De Ferrari e Nicolay*".

Alla luce di tutte le considerazioni formulate, il parere concludeva nel senso di ravvisare in capo al Presidente dell'Assemblea di Amga convocata per il 5 maggio 2000 l'obbligo di rilevare, a carico di Acea, la violazione dell'art. 121, comma 3, del TUF, escludendo di conseguenza la legittimazione della medesima Acea ad esercitare il diritto di voto in misura eccedente la soglia del 2%.

* * *

Nel secondo parere del 23 maggio 2000 vengono riesaminate le conclusioni cui si era pervenuti nel primo parere alla luce del fatto nuovo nel frattempo intervenuto, costituito - come detto - dalla rettifica della comunicazione *ex* art. 120 del TUF da parte di Acea con riferimento alla data di perfezionamento dell'operazione di acquisto della partecipazione superiore al 2% in Amga, individuata non più nel 9 aprile bensì nel 4 aprile 2000: ciò anche avuto riguardo alla necessità di chiarire le modalità dell' "*applicazione per il futuro, nei rapporti tra AMGA ed ACEA*" dell'art. 121, comma 3, del TUF.

Al riguardo il Prof. Mazzoni richiama nuovamente l'accordo intervenuto e reso pubblico tra Amga e Vivendi anteriormente all'acquisto della partecipazione di Amga da parte di Acea affermando che "*per questa ragione - oggi centrale……in luogo di quella apparentemente venuta meno dell'anteriorità dell'acquisto di AMGA in Nicolay rispetto a quello di ACEA in AMGA…è comunque possibile ritenere che ACEA non potesse acquisire la partecipazione rilevante in AMGA….ovvero...si trovi ora a dover subire la sospensione del proprio diritto di voto per inosservanza del relativo divieto*": ciò sulla base delle motivazioni già rappresentate sul punto nel primo parere, incentrate precipuamente sulla valenza, ai fini della determinazione della "priorità" dell'acquisto, dell'impegno assunto da Amga nell'ambito dell'accordo citato e debitamente reso noto alla Consob anteriormente all'acquisto della partecipazione *ultra limen* da parte di Acea.

Tale interpretazione, continua il parere, è peraltro in linea con il mutamento di prospettiva operato rispetto alle abrogate disposizioni di cui all'art. 5, comma 8, della legge n. 216/74; si allude, in particolare, alla sostituzione - quale criterio per individuare il soggetto interessato dagli effetti dell'incrocio - del principio di priorità della comunicazione con quello della priorità dell'acquisto (*"è chi compra per secondo - e non chi "comunica" per secondo - a dover cedere il passo"*), nell'ottica di eliminare "*un possibile utilizzo "malizioso" del meccanismo di comunicazione in chiave difensiva*": il sistema previgente, infatti, consentiva agli amministratori della società oggetto di acquisto, venuti a conoscenza del superamento della soglia rilevante prima del ricevimento della relativa comunicazione da parte dell'acquirente, di reagire con un contro-acquisto che, se comunicato preventivamente, aveva l'effetto di "sterilizzare" l'acquisto precedente.

Ciò posto, secondo il Prof. Mazzoni, "*è evidente….che una diversa interpretazione rispetto all'idoneità dell'Accordo AMGA/VIVENDI a configurare….un acquisto da parte di AMGA preventivo rispetto a quello poi realizzato da ACEA, consentirebbe…….il prodursi di un risultato a danno di AMGA sostanzialmente analogo a quello che tale norma ha espressamente inteso scongiurare, riformando la precedente normativa*".

6. I sindaci concludono la propria relazione soffermandosi sui comportamenti tenuti dalle società interessate e dai loro delegati dall'inizio della vicenda (maggio 2000) al momento attuale, sottolineando che "*il Collegio sindacale di AMGA, sino ad oggi, non ha avuto motivo di intervenire sull'argomento in quanto i comportamenti registrati hanno*

lasciato supporre che, sia per AMGA S.p.A. che per ACEA S.p.A. il problema della priorità dell'acquisizione di una partecipazione qualificata agli effetti dell'art. 121, 3° comma del D.Lgs. 58/98 non ha sempre rivestito l'importanza che gli è stata attribuita, già il 5 maggio 2000, dal Presidente di AMGA S.p.A. o, da ultimo, da ACEA S.p.A. secondo quanto dichiarato dal suo delegato in occasione dell'assemblea di AMGA S.p.A. del 30 aprile 2003".

Più specificamente viene osservato che, da una parte, successivamente all'Assemblea Amga del 5 maggio 2000, in occasione della quale il Presidente della società mise a verbale la nota dichiarazione circa gli effetti dell'applicazione dell'art. 121, comma 3, del TUF in capo ad Acea, la dichiarazione medesima non è mai stata ripresa; dall'altra, che Acea non ha mai partecipato alle Assemblee di Amga tenutesi dal maggio 2000 ad oggi, eccezion fatta per l'Assemblea del 30 aprile 2002, nell'ambito della quale Acea è stata ammessa ad esprimere liberamente il proprio voto per l'intera partecipazione detenuta e per l'Assemblea del 30 aprile 2003, ove la questione - come detto - è stata nuovamente sollevata "a danno" della stessa Acea.

7. Esaminate le considerazioni svolte in argomento dalle parti interessate, appare opportuno riepilogare in sintesi i termini dell'incrocio triangolare venutosi a creare tra il gruppo Acea e il gruppo Amga quale conseguenza dell'applicazione del più volte citato art. 121, comma 3, del TUF: al riguardo si rammenta che - come già precisato - l'insorgere dell'incrocio cosiddetto di "gruppo" comporta, in capo a chi abbia "*superato il limite successivamente*" la sospensione del diritto di voto "*inerente alle azioni eccedenti*" il limite medesimo.

Più specificamente, nel caso di specie, a seconda del soggetto che risulti aver acquistato per secondo, si configura la seguente situazione:

- se Acea ha acquistato una partecipazione superiore al 2% in Amga anteriormente all'acquisto da parte della medesima Amga di partecipazioni superiori al 2% in De Ferrari e Nicolay, il soggetto colpito dalla sospensione del diritto di voto è Genova Acque - società per il tramite della quale Amga partecipa in De Ferrari e Nicolay - per le azioni eccedenti il 2% detenute attualmente nelle medesime De Ferrari e Nicolay;

- se il Comune di Genova/Amga ha acquistato una partecipazione superiore al 2% in Nicolay e De Ferrari anteriormente all'acquisto da parte di Acea di partecipazioni superiori al 2% in Amga, il soggetto colpito dalla sospensione del diritto di voto è Acea per le azioni eccedenti il 2% detenute attualmente in Amga.

8. Chiariti i termini dell'incrocio, occorre pertanto individuare - sulla base di quanto previsto dalla legge in argomento - il soggetto il cui voto deve considerarsi sospeso per effetto dell'applicazione dell'art. 121, comma 3, del TUF.

Sul punto la norma citata prevede, sia nel caso di incrocio "diretto" di cui al comma 1, che nell'ipotesi di incrocio "triangolare" di cui al comma 3, che a tali fini si debba tener conto della priorità dell'acquisto effettuato: in altri termini, il soggetto "colpito" dalla sospensione del diritto di voto per l'eccedenza è colui che risulta aver acquistato la partecipazione *ultra limen* per secondo.

Come sottolineato dallo stesso Prof. Mazzoni, la scelta operata nel TUF sul punto si discosta dalle abrogate previsioni contenute nella legge n. 216/74, ove il criterio per dirimere la questione era individuato non nella priorità dell'acquisto quanto nella priorità della "comunicazione" del medesimo: tale disposizione aveva infatti dato adito a numerosi problemi applicativi e interpretativi, che la nuova formulazione dell'art. 121 ha definitivamente inteso risolvere.

Ciò posto, se si prendono in considerazione i dati ufficiali resi noti dalle parti interessate in ordine alle date di perfezionamento delle rispettive acquisizioni, in ordine ai quali non è stata mossa alcuna specifica contestazione, risulta che, come ricordato da Acea nella nota del 9 maggio:

- Acea ha acquistato la partecipazione del 3,68% in Amga in data 4 aprile 2000;
- Amga (tramite Genova Acque) ha acquistato una partecipazione pari al 2,73% in Nicolay in data 7 aprile 2000;
- sempre Amga (tramite Genova Acque) ha acquistato una partecipazione pari al 27,62% in De Ferrari in data 30 novembre 2000.

Emerge pertanto, dalla sequenza temporale delle diverse operazioni così come illustrata, l'anteriorità dell'acquisto superiore al 2% effettuato da Acea in Amga, rispetto a quelli effettuati da quest'ultima in Nicolay e De Ferrari, con la conseguenza che - avendo presente quanto sopra indicato - il soggetto colpito dalla sospensione del diritto di voto dovrebbe essere la medesima Amga per le azioni eccedenti il suindicato limite del 2% detenute, rispettivamente, in Nicolay e De Ferrari.

9. Le conclusioni di cui sopra debbono tuttavia essere verificate alla luce delle osservazioni formulate da Amga e dal Collegio Sindacale di quest'ultima sulla base dei due pareri del Prof. Mazzoni, incentrati sulla necessità di tener conto, per determinare la "priorità dell'acquisto" nel caso di specie, dell'Accordo parasociale stipulato tra Amga e Vivendi in data 17 marzo 2000, e cioè anteriormente rispetto all'acquisto della partecipazione in Amga da parte di Acea.

Più specificamente, le argomentazioni rappresentate nei due menzionati pareri si fondano su una considerazione di carattere preliminare: si afferma, in buona sostanza, che il predetto accordo "*stipulato e, quindi, reso pubblico in un momento sicuramente anteriore a quello dell'acquisto della partecipazione in AMGA da parte di ACEA*", era *ab initio* idoneo ad attribuire ad Amga/Genova Acque la detenzione delle partecipazioni rilevanti in Nicolay e De Ferrari "*almeno sul piano obbligatorio*", essendo l'efficacia reale differita ad un momento successivo: in altri termini, la circostanza che al momento dell'operazione di acquisto di Acea fosse vigente e conosciuto ("*comunicato alla CONSOB*") un accordo avente ad oggetto il trasferimento da Vivendi ad Amga delle partecipazioni in Nicolay e De Ferrari, ancorchè con effetti meramente_obbligatori, ha comportato in capo alla stessa Acea l'applicabilità del divieto di cui all'art. 121, comma 3, del TUF.

Al riguardo questa Commissione ritiene che la suddetta argomentazione non sia condivisibile e che per individuare la "priorità dell'acquisto" ai fini stabiliti dalla disciplina in esame si debba senz'altro fare riferimento ad un acquisto definitivo perfezionatosi secondo la rispettiva disciplina civilistica, non essendo al contrario sufficiente l'assunzione

di un impegno di natura meramente obbligatoria.

Tale interpretazione appare coerente con la *ratio* sottesa all'intera disciplina delineata dall'art. 121 in materia di incroci azionari, basata sull'esigenza di limitare situazioni pregiudizievoli in termini di "inquinamento del voto assembleare" e di "annacquamento del capitale" che possono derivare dall'esistenza di partecipazioni reciproche dirette o di gruppo; situazioni pregiudizievoli che ovviamente presuppongono la titolarità di dette partecipazioni e del diritto di voto ad esse connesso.

Va al riguardo rammentato che l'emanazione della norma in esame è stata preceduta da un intenso dibattito in merito all'opportunità di mantenere in Italia una disciplina più rigida rispetto a quella esistente negli altri paesi europei, tenendo conto della necessità di non pregiudicare le imprese nazionali sul piano della concorrenza rispetto alle altre imprese comunitarie e, contemporaneamente, di individuare il giusto compromesso tra gli effetti negativi che possono derivare dagli incroci e i possibili vantaggi di tali situazioni: ciò induce a ritenere che le disposizioni dettate in *subiecta materia* siano di stretta interpretazione.

Sulla scorta delle suddette osservazioni e considerata l'entità delle conseguenze derivanti in capo al soggetto "secondo" acquirente in termini di sterilizzazione del diritto di voto e - sia pure per i soli incroci diretti - di obbligo di alienazione, si può quindi escludere che il legislatore abbia inteso rendere applicabile il divieto di cui all'art. 121 del TUF anche nel caso in cui la prima acquisizione non sia perfezionata ma soltanto oggetto di un impegno assunto dalle parti.

La disciplina in materia di incroci, in sostanza, fin dalla sua introduzione avvenuta nella legge n. 216/74 e *a fortiori* con la riformulazione operata nel TUF, proprio in considerazione delle finalità perseguite - individuate, come detto, nella duplice esigenza di salvaguardare l'integrità del capitale sociale e la corretta formazione della volontà assembleare degli emittenti quotati, richiede necessariamente che vi sia, in capo ai soggetti coinvolti nell'incrocio, la titolarità effettiva delle partecipazioni *ultra limen*: ciò si ricava, peraltro, anche dalla dottrina che si è espressa in argomento che, commentando le disposizioni in parola, presuppone sempre che i soggetti coinvolti abbiano la disponibilità delle relative partecipazioni.

Ciò posto, si deve concludere nel senso dell'irrilevanza, ai fini dell'applicabilità, dell'art. 121, comma 3, del TUF dell'accordo concluso tra Amga e Vivendi in data 17 marzo 2000: ciò considerando che detto accordo non soltanto aveva natura di semplice contratto preliminare, oltretutto sottoposto a condizione risolutiva, ma prevedeva anche l'impegno della stessa Vivendi di trasferire ad Amga/Genova Acque una partecipazione pari all'8,36% di De Ferrari detenuta, al momento della stipula, da un altro soggetto (Pirelli & C. S.a.p.a.). Va inoltre rilevato che l'effettivo trasferimento ad Amga da parte di Vivendi delle partecipazioni detenute da quest'ultima in Nicolay e De Ferrari era previsto per il tramite di due aumenti di capitale deliberati da Genova Acque e da liberarsi mediante il conferimento, da parte della stessa Vivendi, delle azioni detenute in Nicolay e De Ferrari: l'acquisto della titolarità di dette partecipazioni da parte di Amga era pertanto subordinato alla positiva conclusione del complesso *iter* procedimentale disposto dal codice civile in tali ipotesi.

Deve peraltro essere evidenziato che, secondo quanto si deduce dai pareri del Prof. Mazzoni, la valenza dell'accordo in esame *ex* art. 121, comma 3, del TUF, viene ricavata non soltanto in ragione della sua natura giuridica ma soprattutto sottolineando che l'accordo medesimo e, quindi, l'assunzione da parte di Amga dell'impegno ad acquistare le partecipazioni Nicolay e De Ferrari detenute da Vivendi era stato reso immediatamente noto al pubblico e alla Consob in forza degli obblighi di pubblicità dei patti parasociali di cui all'art. 122 del TUF. In tale ambito, il comportamento di Acea viene configurato come "*malizioso*" e contrario al principio di buona fede, ipotizzando che la stessa Acea - "sfruttando" la notizia dell'avvenuta conclusione dell'accordo tra Vivendi e Amga avesse consapevolmente proceduto ad acquistare la partecipazione *ultra limen* in Amga al solo scopo di "*arrecare disturbo*" ai rapporti tra dette società.

Si rileva al riguardo che tali argomentazioni sembrano postulare la necessità di tenere conto, ai fini della valutazione della fattispecie in esame, di considerazioni legate alle intenzioni e alle finalità perseguite da ciascuna delle parti interessate, introducendo degli elementi che appaiono estranei alla disciplina di che trattasi.

In realtà, come già precisato, il legislatore, modificando consapevolmente la soluzione prescelta nella disciplina abrogata, ha voluto legare l'individuazione del soggetto destinato a "subire" le conseguenze dell'incrocio ad un fatto oggettivo e facilmente verificabile, rappresentato dalla priorità dell'acquisto della partecipazione superiore alla soglia del 2%: e ciò proprio per evitare che - come accaduto in costanza della legge precedente - le norme poste in materia di incroci potessero essere utilizzate in modo strumentale. Si ribadisce, peraltro, che tale soluzione appare perfettamente coerente con la circostanza che - come sopra indicato - gli effetti "pregiudizievoli" che astrattamente possono derivare dall'insorgere dell'incrocio presuppongono necessariamente che le partecipazioni "critiche" siano nella titolarità dei soggetti interessati.

Con riferimento a ciò si osserva, peraltro, che nulla impediva ad Amga, in presenza di una situazione di tensione con Acea e posto che vi fosse il timore che la notizia della conclusione dell'accordo parasociale con Vivendi potesse in qualche modo essere "sfruttata" da quest'ultima, di prevenire i suddetti effetti "pregiudizievoli" derivanti dall'incrocio acquistando a sua volta più del 2% di Nicolay e De Ferrari prima o contestualmente alla stipula di detto contratto, così "neutralizzando" i possibili effetti negativi della pubblicizzazione di quest'ultimo: al riguardo è significativo osservare che, almeno per quanto riguarda Nicolay, il primo acquisto rilevante effettuato da Amga non deriva dall'attuazione del patto con Vivendi ma da un'operazione compiuta sul mercato in data 7 aprile 2000.

In sintesi, dal tenore delle argomentazioni rappresentate nei pareri sembra emergere che l'affermata rilevanza dell'accordo tra Amga e Vivendi ai fini di stabilire il soggetto colpito dalla sterilizzazione del voto *ex* art. 121, comma 3, non dipenda tanto dalla equivalenza tra l'acquisto "effettivo" della titolarità della partecipazione e l'assunzione di un semplice impegno a procedere all'acquisto, quanto dalla circostanza che detto accordo sia stato reso noto al mercato e alla Consob: ciò in quanto la suddetta circostanza avrebbe di fatto consentito ad Acea di procedere a sua volta all'acquisto di più del 2% di Amga.

Così ragionando, peraltro, si finisce per attribuire rilevanza alla priorità della

comunicazione dell'acquisto rispetto alla priorità dell'acquisto medesimo, con ciò reintroducendo surrettiziamente il criterio originariamente previsto nella legge n. 216/74 e successivamente modificato nel TUF: ciò, oltretutto, trascurando che - anche nel previgente sistema, come ampiamente rappresentato - il presupposto per poter effettuare la "comunicazione" ai fini di affermare la priorità dell'incrocio rimaneva comunque l' "acquisto" della titolarità della partecipazione, "acquisto" che in alcun modo poteva dirsi realizzato - per le ragioni sopra diffusamente illustrate - per il semplice effetto della conclusione dell'accordo tra Amga e Vivendi.

10. Le suddette conclusioni sono in linea, contrariamente a quanto affermato nella relazione dal Collegio Sindacale di Amga e nei pareri del Prof. Mazzoni, con la disciplina Consob in materia di obblighi di comunicazione di partecipazioni rilevanti e, in particolare, con l'art. 121 del Regolamento Emittenti, ai sensi del quale dette comunicazioni devono essere trasmesse alla Consob entro cinque giorni di mercato aperto "*dall'operazione idonea a determinare il sorgere dell'obbligo indipendentemente dalla data di esecuzione*".

Secondo quanto rappresentato dalle parti, la norma suddetta dimostrerebbe che la Consob ritiene decisivo, per determinare il *dies a quo* da cui decorrono i termini per l'invio del modello *ex* art. 120 TUF "*non già il momento dell'esecuzione produttiva dell'effetto reale, quanto piuttosto quello in cui è stata conclusa, anche soltanto sul piano obbligatorio, l'operazione da cui l'acquisto dipende*".

In realtà la previsione in parola deve essere letta unitamente alle disposizioni di dettaglio contenute nell'Allegato 4B del Regolamento Emittenti, paragrafo 3 ("*Determinazione dei termini per l'invio della comunicazione*"), dalle quali emerge con assoluta evidenza che, ai fini dell'insorgere degli obblighi in esame, è sempre necessaria la conclusione di un contratto con il quale si sia trasferita la titolarità della partecipazione, potendosi prescindere - in alcune ipotesi - dalla fase meramente esecutiva della liquidazione. Al contrario, ciò che il Regolamento e la costante prassi applicativa del medesimo escludono, è che un contratto avente efficacia meramente obbligatoria (ad esempio, un preliminare) possa essere considerato quale operazione "*idonea*" a determinare l'insorgere dell'obbligo di effettuare la comunicazione richiesta dall'art. 120 del TUF.

11. Il Collegio Sindacale di Amga cita anche, a supporto delle proprie argomentazioni, le dichiarazioni rilasciate dal Presidente della Consob in sede di presentazione della Relazione Annuale 2002: in merito si ritiene che si intenda richiamare la parte del discorso presidenziale ove si accenna alla questione degli obblighi di comunicazione inerenti le partecipazioni potenziali affermando che "*la nozione di partecipazione, che già include il diritto ad un acquisto futuro, può essere ampliata per includervi altri contratti derivati di recente diffusione*".

La disciplina concernente le partecipazioni potenziali è stata introdotta dalla Consob nel Regolamento Emittenti (art. 119), sulla scorta delle previsioni comunitarie, al fine di incrementare il regime di trasparenza in materia di assetti proprietari in prospettiva "dinamica", includendo cioè nella nozione di "partecipazione" rilevante ai fini dell'insorgere dell'obbligo *ex* art. 120 TUF non soltanto i diritti di voto di cui si può effettivamente disporre ma anche quelli di cui si potrà disporre su propria iniziativa in virtù di un accordo formale: si è voluto in sostanza assicurare un regime di "*disclosure*" anche sulle

operazioni che determinano effetti "potenziali" sulla struttura dell'azionariato derivanti dall'acquisizione o dalla cessione di strumenti finanziari che consentano al soggetto di poter disporre in futuro di diritti di voto.

Tale disciplina incide, peraltro, esclusivamente sul concetto di "partecipazione" che deve essere considerata per correttamente adempiere all'obbligo di comunicazione, ma nulla aggiunge - rispetto a quanto già rappresentato a commento dell'art. 121 del Regolamento Emittenti - circa l'individuazione delle "operazioni" che determinano l'insorgere del suddetto obbligo: in altri termini, una cosa è identificare l' "oggetto" della comunicazione (la partecipazione rilevante), cosa diversa è stabilire quale sia il "presupposto" della stessa (l'operazione a seguito della quale viene acquisita/ceduta la partecipazione rilevante medesima).

E' comunque opportuno ribadire che la disciplina degli incroci, come già ampiamente dimostrato, implica che le partecipazioni interessate siano effettivamente detenute dai soggetti coinvolti e non meramente potenziali.

12. Quanto ritenuto da questa Commissione appare, infine, confermato dalla dottrina citata dai sindaci.

In particolare, l'Autore richiamato dopo aver evidenziato l'importanza di determinare, ai fini della corretta applicazione dell'art. 121, comma 3, del TUF, "*il momento esatto in cui si deve ritenere avvenuto il superamento delle soglie rilevanti*" distingue le varie fattispecie di acquisto rifacendosi alla già descritta normativa Consob in materia di obblighi di comunicazione di partecipazioni rilevanti.

E così, si afferma*, "per le operazioni di compravendita realizzate in un mercato regolamentato"* si avrà riguardo *"alla data di conclusione del contratto, indipendentemente dalla (successiva) data di liquidazione dell'operazione"*; "*in tutti gli altri casi.....dovrà farsi riferimento alla data di perfezionamento dell'atto di acquisto della partecipazione ultra-critica, ‹‹secondo la rispettiva disciplina civilistica››*"; infine, nel caso di aumento di capitale a pagamento *"è possibile desumere che secondo la Consob, l'acquisto si concluda alla data di deposito per l'iscrizione nel registro delle imprese dell'avvenuta variazione del capitale sociale, ai sensi dell'art. 2444 c.c."*. Quest'ultimo, è utile ribadirlo, è il caso che interessa Amga, in quanto l'operazione oggetto dell'Accordo tra detta società e Vivendi prevedeva proprio che il trasferimento delle partecipazioni Nicolay e De Ferrari avvenisse mediante il conferimento delle stesse da parte di Vivendi nell'ambito di due appositi aumenti di capitale che sarebbero stati deliberati da Genova Acque.

13. Alla luce delle considerazioni sopra illustrate, questa Commissione ritiene pertanto, tenendo conto che dalle comunicazioni ufficiali pervenute risulta l'anteriorità dell'acquisto di una partecipazione superiore al 2% di Acea in Amga rispetto all'acquisto di analoga partecipazione da parte di quest'ultima - tramite Genova Acque - in Nicolay e De Ferrari, che gli effetti dell'art. 121, comma 3, del TUF possono ritenersi realizzati, già a partire dal 4 aprile 2000, in capo alla medesima Amga/Genova Acque per la partecipazione *ultra limen* detenuta da quest'ultima nelle stesse Nicolay e De Ferrari.

Da ciò deriva, sempre in applicazione del citato art. 121, comma 3, che il diritto di voto inerente le azioni eccedenti il limite del 2% detenute da Genova Acque nelle suddette

società Nicolay e De Ferrari deve considerarsi sospeso.

p. IL PRESIDENTE
Filippo Cavazzuti