CONSOB

Comunicazione n. DEM/2009909 del 13-2-2002

inviata all'avv. ...

Oggetto: **Quesito concernente l'applicabilità della disciplina dell'opa obbligatoria ad una operazione di riassetto dell'azionariato della *[...società X...]*, società controllante la *[...società Y...]***

Si fa riferimento alla nota del ... con la quale la S.V., per conto di otto società cooperative azioniste della *[...società X...]*(...), società che alla predetta data possedeva circa il 56,1% del capitale ordinario della quotata *[...società Y...]*(...), ha sottoposto all'esame di questa Commissione un quesito concernente l'applicabilità della disciplina dell'opa obbligatoria ad una operazione di riassetto dell'azionariato della medesima *[...società X...]*. Si fa riferimento altresì all'ulteriore documentazione pervenuta il ....

In particolare nel quesito si rappresenta che le predette cooperative aderiscono, insieme ad altre cooperative azioniste di *[...società X...]*, ad un patto parasociale di voto e di blocco, pubblicato ai sensi dell'art. 122 del d.lgs n. 58/98 ("Testo Unico"), in cui è vincolato il 53,28% delle azioni ordinarie *[...società X...]*.

Gli aderenti al patto sono obbligati all'esercizio del diritto di voto nelle assemblee sociali di *[...società X...]* in conformità alle deliberazioni assunte dall'assemblea del sindacato. Quest'ultima, composta dagli azionisti aderenti, delibera con la maggioranza del capitale sociale complessivamente vincolato in ordine, tra l'altro, alle materie oggetto di proposta alle assemblee societarie di *[...società X...]* e alla designazione dei propri rappresentanti negli organi societari di *[...società X...]* e delle principali controllate.

Considerato che il patto è stipulato tra 34 cooperative, nessuna delle quali possiede la maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'Assemblea del Sindacato, nell'estratto del patto pubblicato ai sensi del citata art. 122 è reso noto che nessuno degli aderenti al patto, singolarmente considerato, esercita il controllo su *[...società X...]* e, indirettamente su *[...società Y...]*, ai sensi dell'art. 93 del Testo Unico.

In una **prima fase** dell'operazione oggetto del quesito, le otto cooperative assistite dalla S.V., che detengono complessivamente il 25,9% del capitale ordinario di *[...società X...]* e il 48,6% del totale delle azioni conferite nel patto parasociale, intendono costituire una *newco*(una società per azioni di diritto italiano, finanziaria di partecipazione), alla quale trasferire tutte le azioni *[...società X...]* di loro proprietà, " *diventando socie della newco nella stessa proporzione delle azioni [...società X...] trasferende*".

Le azioni trasferite alla *newco* dalle otto cooperative, pari al 25,9% del capitale ordinario *[...società X...]*, continueranno a rimanere vincolate nel citato patto parasociale, " *senza che la newco acquisisca all'interno del patto poteri decisionali preminenti o poteri di veto sulle decisioni comuni*".

In una **seconda fase**, tutte le cooperative attualmente aderenti al patto parasociale trasferiranno le loro partecipazioni in *[...società X...]* alla *newco* la quale, quindi, sarà titolare del 53,28% del capitale ordinario *[...società X...]*. Le cooperative diverranno azioniste della *newco* in proporzione alle azioni *[...società X...]* trasferite.

Nel quesito è rappresentato, in sintesi, che nella fattispecie descritta la *newco* non sarebbe tenuta a promuovere un'opa obbligatoria, per l'acquisto indiretto della partecipazione superiore al 30% di

[...società Y...](56,1%), in quanto risulterebbe applicabile l'esenzione degli acquisti infragruppo di cui al combinato disposto degli articoli 106, comma 5, del Testo Unico e 49, comma 1, lett. c) del Regolamento Emittenti.

Ciò rappresentato, la S.V., per conto delle otto cooperative, chiede di conoscere il parere di questa Commissione al riguardo.

* * * *

1. In via preliminare, si precisa che l'operazione in esame potrebbe in astratto rientrare nell'ambito di applicabilità della disciplina dell'opa obbligatoria in quanto, attraverso una modifica dell'assetto di controllo della *[...società X...]*, si potrebbe realizzare *"l'acquisto indiretto*" di una partecipazione superiore al 30% in una società quotata di cui agli articoli 106, comma 3, lett. a), del Testo Unico e 45 del Regolamento Emittenti[1].

Infatti, come affermato dalla S.V. nel quesito in esame, il patrimonio della *[...società X...]*è prevalentemente costituito dalla partecipazione nella *[...società Y...]* e, pertanto, l'acquisto del controllo della *[...società X...]* da parte di un nuovo soggetto potrebbe in teoria comportare un obbligo di opa totalitaria sulle azioni ordinarie della *[...società Y...]*, ai sensi della predetta normativa.

Ciò premesso, al fine di verificare l'applicabilità della disciplina dell'opa obbligatoria all'operazione descritta nel quesito, questa Commissione ha valutato separatamente le due fasi in cui la stessa è strutturata.

2. Con riguardo alla **prima fase**, nella quale le otto cooperative rappresentate dalla S.V. conferiranno in una *newco* la partecipazione complessivamente posseduta nella *[...società X...]*, pari al 25,9% del capitale, diventando azioniste della conferitaria in proporzione delle azioni *[...società X...]* trasferite, si rappresenta quanto segue.

Come risulta chiaramente dall'art. 45 del Regolamento Emittenti, nell'ipotesi in cui la partecipazione superiore al trenta per cento in una quotata è posseduta da una holding non quotata, presupposto di applicabilità della disciplina dell'opa per "acquisto indiretto" è l'acquisto del controllo della holding non quotata da parte di uno o più nuovi soggetti.

---

[1] Più precisamente, l'art. 106, comma 3, lett. a), prevede che " *La Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui: a) la partecipazione indicata nel comma 1 (* n.d.r. superiore al 30%) *è acquisita mediante l'acquisto di partecipazioni in società il cui patrimonio è prevalentemente costituito da titoli emessi da altra società con azioni quotate.*"
In attuazione della suddetta disposizione, l'art. 45 del regolamento Emittenti (" *Acquisto indiretto*"), prevede che: " *1. L'acquisto, anche di concerto, di una partecipazione che consente di detenere più del trenta per cento delle azioni ordinarie di una società quotata o il controllo di una società non quotata determina l'obbligo dell'offerta pubblica, a norma dell'articolo 106, comma 3, lettera a), del Testo Unico, quando l'acquirente venga così a detenere, indirettamente o per effetto della somma di partecipazioni dirette e indirette, più del trenta per cento delle azioni ordinarie di una società quotata. 2.Si ha partecipazione indiretta, ai sensi del comma 1, quando il patrimonio della società di cui si detengono le azioni è costituito in prevalenza da partecipazioni in società quotate o in società che detengono in misura prevalente partecipazioni in società quotate. 3. Si ha prevalenza, ai fini dei commi che precedono, quando ricorra almeno una delle condizioni seguenti:*
a) il valore contabile delle partecipazioni rappresenta più di un terzo dell'attivo patrimoniale ed è superiore ad ogni altra immobilizzazione iscritta nel bilancio della società partecipante;
b) il valore attribuito alle partecipazioni rappresenta più di un terzo e costituisce la componente principale del prezzo di acquisto delle azioni della società partecipante.
4. Se il patrimonio della società indicata nel comma 2 è in prevalenza costituito da partecipazioni in una pluralità di società quotate, l'obbligo di offerta pubblica riguarda le azioni delle sole società il cui valore rappresenta almeno il trenta per cento del totale di dette partecipazioni.".

A parere di questa Commissione, nella prima fase dell'operazione in esame tale modifica del controllo della *[...società X...]* non avviene, per le seguenti considerazioni:

- la partecipazione conferita nella *newco*, pari al 25,9% del capitale, rimarrebbe vincolata nel suddetto patto parasociale ancorché riferibile alla *newco* stessa;

- le clausole del patto, da quanto risulta dalle informazioni riportate nel quesito, rimarrebbero immutate e così la partecipazione complessivamente conferita pari al 53,28% del capitale *[...società X...]*;

- l'accordo parasociale prevede che gli aderenti sono obbligati ad esercitare il diritto di voto nelle assemblee di *[...società X...]* in conformità alle deliberazioni assunte dall'assemblea del patto;

- l'assemblea del patto, che tra l'altro, delibera sulla designazione dei propri rappresentati negli organi sociali di *[...società X...]* e delle principali controllate (*[...società Y...]*), delibera con la maggioranza del capitale complessivamente vincolato;

- la *newco* disporrebbe del 48,6% del totale delle azioni sindacate e, pertanto, non disporrebbe della maggioranza necessaria per controllare *[...società X...]*.

La *[...società X...]* continuerebbe, quindi, a non essere controllata da alcun soggetto ai sensi dell'art. 93 del Testo Unico.

In conclusione, in questa prima fase, si ritiene che non sussistano i presupposti per l'applicabilità della disciplina dell'opa obbligatoria di cui ai citati art. 106, comma 3, lett. a), del Testo Unico e art. 45 del Regolamento Emittenti, in quanto il conferimento alla *newco* rappresenterebbe soltanto una diversa modalità di partecipazione al patto senza che ciò comporti alterazioni all'assetto di poteri all'interno dello stesso.

3. Con riguardo alla **seconda fase** dell'operazione, in cui tutte le partecipazioni vincolate nel patto verrebbero conferite alla *newco* che disporrebbe così del 53,28% del capitale *[...società X...]*, vi sarebbe chiaramente un nuovo soggetto che acquisisce il controllo di diritto della *[...società X...]*.

Tuttavia, anche in tale fase, si potrebbe ritenere che la *newco* non sia tenuta a promuovere un'opa obbligatoria sulle azioni *[...società Y...]* ai sensi della disciplina di cui agli articoli 106, comma 3, lett. a), del Testo Unico, e 45 del Regolamento Emittenti, in quanto si potrebbe ritenere applicabile, come sostenuto dalla S.V., l'esenzione di cui all'art. 49, comma 1, lett. c) del Regolamento Emittenti, cioè la cosiddetta esenzione per "operazioni infragruppo". Al riguardo si rappresenta quanto segue.

L'art. 106, comma 5, del Testo Unico, come noto, prevede che " *La Consob stabilisce con regolamento i casi in cui il superamento della partecipazione indicata nel comma 1 non comporta l'obbligo di offerta ove sia realizzato in presenza di altri soci che detengono il controllo o sia determinato da:....b) trasferimento di azioni ordinarie tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione.....".*

In attuazione di tale norma l'art. 49, comma 1, lett. c) del Regolamento Emittenti, ha previsto che" *L'acquisto non comporta l'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 del Testo Unico se:..... c) la partecipazione è acquisita a seguito di trasferimento fra società in cui lo stesso o gli stessi soggetti dispongono, anche congiuntamente e indirettamente tramite società controllata ai sensi dell'articolo 2359, comma 1, n. 1), del codice civile, della maggioranza dei diritti di voto*

esercitabili in assemblea ordinaria o è acquisita a seguito di trasferimento tra una società e tali soggetti....".

Con la predetta norma regolamentare, dunque, si sono previste due tipologie di operazioni infragruppo cui si applica l'esenzione in esame:

a) una in cui il trasferimento della partecipazione rilevante, diretta ed indiretta, nella quotata avviene orizzontalmente tra società controllate di diritto, anche indirettamente, dallo stesso o, congiuntamente, dagli stessi soggetti (tra società "sorelle");

b) l'altra in cui tale trasferimento avviene in senso verticale, tra soggetti legati da un rapporto di controllo di diritto anche indiretto e congiunto (tra società "madri e figlie" o tra persone fisiche e società controllate).

Occorre, inoltre, evidenziare che, a differenza della previgente disciplina di cui all'art. 10, comma 12, della legge n.149/92, l'esenzione in esame è espressamente estesa anche ai trasferimenti della partecipazione rilevante tra società legate da rapporti di controllo indiretto e congiunto.

Ciò posto, si è verificato se concretamente l'operazione di riassetto del controllo di *[...società X...]* rientra in una delle suddette tipologie.

Chiaramente la fattispecie in esame non rientra nella tipologia di cui alla lettera a), in quanto non si verifica un trasferimento tra "società sorelle" della partecipazione di controllo nella *[...società X...]* e, quindi indirettamente, della partecipazione rilevante nella *[...società Y...]*, ma un trasferimento della predetta partecipazione a favore di una società di nuova costituzione da parte di soggetti che la parteciperanno al 100%.

Tale operazione potrebbe, invece, rientrare nella tipologia di cui alla precedente lettera b), cioè nell'esenzione per trasferimenti in senso verticale tra soggetti legati da un rapporto di controllo anche indiretto e congiunto, qualora si ritenesse che le cooperative trasferiscano la partecipazione complessiva in *[...società X...]*, pari al 53,28%, ad una *newco* dalle stesse controllata congiuntamente.

Tuttavia, non si è ritenuto di poter sostenere che le 34 cooperative azioniste della newco la controlleranno congiuntamente. Infatti, dai seguenti elementi di fatto:

- le 34 cooperative a seguito del conferimento avranno il 100% della *newco* suddiviso in proporzione alle partecipazioni in precedenza possedute e conferite nel patto;

- nessuna cooperativa avrà voti sufficienti per esercire un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria della *newco*;

- non risultano previsti patti parasociali o particolari clausole statutarie che modifichino i quorum assembleari o consiliari;

si è ritenuto piuttosto di poter desumere che nessun soggetto la controllerà ai sensi dell'art. 93 del Testo Unico.

Più precisamente, considerato che non sussisterà una maggioranza precostituita in capo ad un solo azionista ovvero ad alcuni azionisti in forza di un patto parasociale, le maggioranze nell'assemblea ordinaria della *newco* si formeranno di volta in volta e di volta in volta potranno aggregare soggetti

diversi. Da ciò non si è ritenuto di poter fare discendere che tutti gli azionisti controlleranno la *newco* ma, al contrario, che nessuno di questi azionisti la controllerà.

Pertanto, non ritenendo di qualificare il rapporto tra le cooperative e la *newco* come un rapporto di controllo congiunto, la fattispecie in esame non rientrerà neppure nella tipologia di trasferimenti infraguppo di cui alla lettera b).

Conseguentemente, tale fattispecie non sembra rientrare, sotto un profilo formale, tra quelle previste dall'art. 49, comma 1, lett. c) del Regolamento Emittenti.

Tuttavia, gli assetti di controllo della *[...società X...]* e, indirettamente, della quotata *[...società Y...]*, al termine dell'operazione in esame non muterebbero rispetto alla situazione attuale. Infatti, al vertice della catena di controllo rimarrebbero sempre gli stessi 34 soggetti, con gli stessi equilibri di potere: il vincolo parasociale che attualmente viene utilizzato come uno strumento per gestire unitariamente la partecipazione complessiva del 53,28% nella *[...società X...]*, cioè il patto parasociale di blocco e di voto a maggioranza, verrebbe ad essere sostituito dal vincolo sociale.

Con la seconda fase dell'operazione in esame, quindi, si assisterebbe al passaggio della gestione unitaria della partecipazione in *[...società X...]* tramite patto parasociale, alla gestione in comune della medesima partecipazione tramite una holding di nuova costituzione che verrebbe interposta come uno "schermo" tra le cooperative e la stessa *[...società X...]*. Il diritto di voto relativo alla partecipazione del 53,28% in *[...società X...]* che attualmente viene esercitato secondo le direttive che dà la maggioranza degli aderenti al patto, dopo il riassetto azionario verrebbe esercitato direttamente dalla *newco* secondo le indicazioni dei suoi organi funzionanti a maggioranza[2].

Ciò posto, si ritiene che la fattispecie in esame sia assimilabile, riguardo agli effetti prodotti, a quelle operazioni infragruppo espressamente esentate nel regolamento Emittenti dall'applicazione dell'opa obbligatoria e, in particolare, alle operazioni di trasferimenti di partecipazioni rilevanti tra soggetti legati da rapporti di controllo di diritto anche indiretto e congiunto.

La *ratio* dell'esenzione in esame, infatti, come la Consob ha già avuto modo di evidenziare[3], è quella di creare un regime di favore per quelle operazioni societarie di mero riassetto partecipativo che, pur integrando sul piano formale i requisiti previsti dalla legge OPA (acquisto da parte di un nuovo soggetto di una partecipazione rilevante), non possono essere considerate, anche alla luce di una visione unitaria del fenomeno del gruppo, come una reale modifica dell'assetto di controllo della quotata.

Con la disposizione di cui trattasi, quindi, si è inteso esentare dall'obbligo di opa quelle operazioni di riallocazione delle partecipazioni sostanzialmente "neutre" per gli azionisti di minoranza della quotata in quanto non modificano il soggetto o i soggetti posti al vertice della catena di controllo né i relativi equilibri di potere.

Pertanto, considerato che il conferimento alla *newco* della partecipazione complessivamente posseduta dalle 34 cooperative in *[...società X...]* rappresenterebbe soltanto una diversa modalità di gestione in comune di tale partecipazione senza che ciò comporti alterazioni sull'assetto di poteri della stessa *[...società X...]*, si ritiene che alla seconda fase dell'operazione in esame , benchè non

[2] Nel quesito in esame non è riportata alcuna informazione circa lo statuto della società ovvero circa eventuali accordi parasociali stipulati tra gli azionisti della newco, pertanto, si presume che gli organi sociali della newco, una società per azioni di diritto italiano, funzioneranno sulla base degli ordinari *quorum* costitutivi e deliberativi previsti dal codice civile.

[3] Al riguardo vedasi la Nota Tecnica diffusa in sede di lavori preparatori del Regolamento Emittenti.

espressamente disciplinata dall'art. all'art 49, comma 1, lett. c) del Regolamento Emittenti, sia applicabile l'esenzione dall'opa obbligatoria ivi prevista per le stesse ragioni che hanno portato ad esentare le operazioni risultanti dalla lettera della norma.

In altri termini, tenendo presente che il fine della disciplina dell'opa obbligatoria consiste, come più volte evidenziato, nella tutela degli azionisti di minoranza attraverso il c.d. " *exit*" dalla società nell'ipotesi in cui non condividano il cambiamento dei suoi assetti di controllo, non vi è motivo di imporre un'offerta obbligatoria nel caso in cui il potere di indirizzare i voti relativi alla partecipazione rilevante nella quotata rimanga in capo ai medesimi soggetti e con le medesime regole.

In conclusione, nel presupposto che le cooperative che diventeranno azioniste della *newco* in proporzione delle partecipazioni conferite in precedenza nel patto non stipulino accordi parasociali o adottino clausole statutarie tali da modificare gli equilibri attualmente esistenti nell'ambito del medesimo patto, si può ritenere che anche nella seconda fase dell'operazione in esame la *newco* non sia tenuta a promuovere un'opa ai sensi della disciplina di cui agli articoli 106, comma 3, lett. a), del Testo Unico e art. 45 del Regolamento Emittenti, per le stesse motivazioni che sono alla base dell'esenzione di cui al citato art. 49, comma 1, lett. c).

IL PRESIDENTE
Luigi Spaventa