

Comunicazione n. DEM/DCL/6085619 del 26-10-2006

Inviata al dott. ..., dott. ... e, p.c.: all'avv. ... e all'avv. ...

Oggetto: [...società X...]/[...società Y...] - Quesito in merito all'applicabilità della disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria all'operazione di fusione per incorporazione di [...società X...] in [...società Y...] ed alla connessa riorganizzazione societaria ed industriale.

Si fa riferimento alla lettera del ... e alla successiva integrazione del ..., inoltrate dall'Avv. ... e dal Prof. Avv. (di seguito, gli "Studi Legali") in nome e per conto del [...Comune A...] e del [...Comune B ...], con cui è stato chiesto di conoscere l'opinione della Consob in ordine all'applicabilità della disciplina in materia di offerta pubblica d'acquisto obbligatoria ad un'operazione di integrazione tra [...società X...], e [...società Y...] (entrambe società quotate sul Mercato Telematico Azionario) da realizzare in conformità agli accordi stipulati in data 30 gennaio 2006 tra i medesimi Comuni (tali accordi di seguito, gli "Accordi").

In sintesi, viene chiesta l'opinione della Consob in merito all'esistenza, a seguito delle operazioni e pattuizioni prospettate nel quesito, di un obbligo in capo al [...Comune B...] e/o [...Comune A...] e/o a [...società K...], di promuovere un'OPA sulla totalità delle azioni di [...società X...], e/o di [...società Y...], e/o di [...società W...].

1. GLI ASSETTI PROPRIETARI CONSEGUENTI ALL'OPERAZIONE

In base agli Accordi stipulati fra i Comuni, contenenti anche pattuizioni parasociali, l'operazione descritta nel quesito (di seguito, l'"Operazione") comporta:

- l'acquisto da parte di un nuovo soggetto, [...società K...], (avente capitale sociale pariteticamente detenuto dai Comuni), di una partecipazione superiore al 30% in [...società Y...], (società precedentemente controllata direttamente e indirettamente dal [...Comune A...]) e in [...società X...], (società precedentemente controllata direttamente e indirettamente dal [...Comune B...]), per effetto di una serie di atti riguardanti le azioni delle stesse società (i. conferimento delle azioni di [...società X...] detenute dal [...Comune B...] in [...società K...]; ii. conferimento delle azioni di [...società Y...] detenute dal [...Comune A...] in [...società K...]; iii. alienazione delle azioni di [...società Y...] detenute dal [...Comune A...] a [...società K...]; iv. conversione delle rimanenti azioni di [...società Y...] detenute dal [...Comune A...] in azioni di risparmio);
- la fusione per incorporazione di [...società X...] in [...società Y...] che assume la denominazione di [...società W...] e su cui [...società K...] eserciterà un controllo di diritto.

2. VALUTAZIONE DELLE ARGOMENTAZIONI RAPPRESENTATE NEL QUESITO

A sostegno della insussistenza di obblighi di OPA vengono sviluppati due ordini di argomentazioni che di seguito si esaminano.

2.1. Valutazione delle argomentazioni in merito alla "intrinseca" non contendibilità del controllo di [...società X...] e [...società Y...]

2.1.1. Secondo la ricostruzione presentata dagli Studi Legali, le operazioni di riorganizzazione della struttura societaria presenterebbero profili di "necessarietà" che renderebbero, in radice, non applicabile la disciplina in materia di OPA obbligatoria.

Gli Studi Legali ritengono che tali operazioni sarebbero necessarie a garantire la non contendibilità del controllo di [...società W.] e la pariteticità tra i due Comuni, che costituirebbero il presupposto giuridico e politico dell'Operazione e sarebbero imposte: i) da norme di legge, ii) da previsioni statutarie di ciascuna delle società partecipanti alla fusione, iii) dalla volontà in tal senso espressa dai competenti organi comunali, nonché iv) dall'esigenza di evitare pregiudizi allo svolgimento dei servizi pubblici locali.

Nella ricostruzione degli Studi Legali particolare rilievo sul piano giuridico assume la circostanza che entrambe le società, affidatarie della gestione di servizi pubblici locali, siano state costituite ai sensi di quanto previsto dall'articolo 22, comma 3, lettera e), della legge n. 142 dell'8 giugno 1990, che imponeva il mantenimento del controllo di diritto in capo ai rispettivi Comuni.

Tuttavia, si osserva che la legge n. 142 dell'8 giugno 1990 è stata abrogata dall'articolo 274 del D.Lgs. 18 agosto 2000, n. 267 ("Testo Unico delle Leggi sull'Ordinamento degli Enti Locali") e la gestione dei servizi pubblici locali a rilevanza economica è ora disciplinata dall'articolo 113 di tale ultimo decreto che non ripropone il precedente vincolo del controllo pubblico sulle società di capitali affidatarie della gestione di servizi pubblici locali. Conseguentemente, la legge non impone più che la maggioranza del capitale della società quotata derivante dalla fusione sia detenuta da enti locali o da società da essi partecipate.

Quanto al richiamo alle disposizioni statutarie, esse non possono costituire un vincolo che renda necessario il mantenimento, per l'intera durata delle società, del controllo di diritto in capo, rispettivamente, al [...Comune A...] e al [...Comune B...] o che imponga il suo trasferimento esclusivamente a società da essi partecipate. Infatti, in assenza di obblighi di legge, nulla osta a che l'assemblea straordinaria di ciascuna delle società pervenga a modifiche statutarie volte a rendere possibile l'acquisizione del controllo da parte di soggetti diversi.

A questo proposito, non può non rilevarsi che proprio nel caso in esame è prevista la modifica della disposizione statutaria relativa al controllo della società incorporante al fine di consentire l'assunzione di una posizione di controllo da parte di un soggetto diverso dal [...Comune A...], originariamente indicato nello statuto.

D'altra parte, nell'ordinamento non sono presenti disposizioni normative che consentano di ritenere come non realizzato un trasferimento del controllo qualora esso avvenga tra enti locali, ovvero, come nel presente caso, tra un singolo comune e una società in cui due comuni partecipano pariteticamente.

Con riferimento al "*presupposto politico*" dell'Operazione, posto a base dell'approvazione dei competenti organi comunali e individuato dal quesito nel mantenimento di un controllo pubblico di diritto e nella pariteticità tra i due Comuni, esso costituisce espressione della strategia imprenditoriale decisa dai soci di maggioranza, ed, in quanto tale, non assume rilievo, in forza della normativa vigente, per escludere l'applicabilità dell'obbligo di OPA. Infatti, in presenza del mutato quadro normativo sopra descritto, la permanenza di un controllo pubblico e la pariteticità costituiscono soltanto una scelta discrezionale dei Comuni, dovuta a valutazioni imprenditoriali attinenti allo svolgimento dei servizi pubblici.

2.1.2. Nel quesito si evidenzia, inoltre, che l'Operazione sarebbe estranea alla *ratio* dell'OPA consistente secondo gli Studi Legali nel "*favorire la contendibilità del controllo delle società quotate; [e] distribuire almeno in parte, agli azioni di minoranza il premio pagato per l'acquisto del controllo di una 'società' quotata*".

Sotto quest'ultimo profilo, merita osservare che il presupposto dell'obbligo di OPA non è tanto la presenza o meno della contendibilità, quanto il mutamento del controllo, indipendentemente (come chiarisce, fra l'altro, la norma sul prezzo di cui all'articolo 106, comma 2, del TUF) dalla presenza di un premio di controllo. La *ratio* dell'obbligo di OPA è individuata, anche dalla dottrina ormai costante, nel riconoscimento di un diritto di uscita al socio di minoranza in caso di non gradimento del nuovo controllante.

Tale *ratio* risulta oggettivamente operante nel caso in esame, in cui si passa da una situazione nella quale un socio esercita il controllo di diritto ad un'altra in cui a tale socio se ne sostituisce un altro nella medesima posizione di controllo.

2.2. Valutazione delle argomentazioni in ordine alla applicabilità dell'esenzione dall'obbligo di OPA

2.2.1. Alla luce delle suesposte argomentazioni e posto che ci si trova in presenza di un'operazione che, così come strutturata, comporta il superamento di soglie rilevanti ai fini dell'OPA obbligatoria è, dunque, necessario valutare la fondatezza delle considerazioni presenti nel quesito circa l'applicabilità al caso di specie dell'esenzione da fusione prevista dal combinato disposto dell'art. 106, comma 5, lett. e), del TUF e dell'art. 49, comma 1, lett. f), del Regolamento Consob in materia di Emittenti adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni ed integrazioni (di seguito, il "Regolamento Emittenti").

Gli Studi Legali ritengono applicabile alla fattispecie in esame la suddetta esenzione in quanto, da un lato, ciascuna fase dell'Operazione sarebbe attuata in esecuzione degli Accordi parasociali *"strettamente funzionali alla realizzazione di una fusione"* (e, dunque conseguenza della fusione), e, dall'altro, costituirebbe parte di *"un'operazione unitaria ab origine concepita con il dichiarato obiettivo di pervenire all'integrazione tra le società coinvolte"*.

L'esame dell'Operazione delineata nel quesito e della documentazione allegata fa ritenere non applicabile l'esenzione in parola, in quanto, pur riscontrandosi la sussistenza degli altri requisiti previsti dalla norma regolamentare, il superamento delle soglie partecipative rilevanti da parte di [...società K...] non risulta *"conseguente"* alla fusione per incorporazione di [...società X...] in [...società Y.]: ciò per le considerazioni di seguito esposte.

2.2.2. Come ricordato dagli Studi Legali, questa Commissione ha avuto modo di chiarire nelle Comunicazioni n. DEM/2050754 del 22 luglio 2002 e n. DEM/3043057 del 26 giugno 2003 che il nesso di consequenzialità si ritiene esistente non solo quando il superamento delle soglie rilevanti ai fini dell'obbligo di OPA consegue direttamente al concambio azionario, ma anche qualora tale superamento derivi dalla somma delle partecipazioni detenute nella società risultante dalla fusione per effetto della stipulazione di un patto parasociale, rilevante ex art. 122, TUF, *"strettamente funzionale alla realizzazione di una fusione e contestuale agli accordi relativi al progetto di fusione"*.

Occorre in proposito osservare che, nel caso in esame l'assetto proprietario risultante dall'Operazione non è *"conseguenza"* diretta della fusione, giacché esso è il risultato anche di una serie di trasferimenti e conferimenti di partecipazioni a seguito dei quali [...società K...], prima della fusione, diviene controllante di diritto di [...società X...] e di [...società Y...] e, successivamente alla fusione, di [...società W...] , laddove nessuno dei Comuni controlla singolarmente [...società K...].

Negli Accordi, ritenuti nel quesito *"funzionali ed indispensabili"* all'integrazione, non vi sono soltanto patti parasociali aventi ad oggetto la gestione in comune della società post-fusione o vincoli al trasferimento dei titoli nel periodo di avvio dell'integrazione industriale; gli Accordi danno,

invece, luogo a un vero e proprio riaggiustamento delle partecipazioni che configura, in concomitanza con la fusione ma non in conseguenza di essa, un assetto proprietario "reale" della società incorporante nuovo e diverso da quello preesistente e da quello che sarebbe emerso dalla mera fusione o dalla sola componente parasociale degli Accordi stessi.

Gli Accordi in esame, infatti, sono ben diversi dai patti per la *governance* o di blocco che costituiscono "*parte integrante e inscindibile della stessa operazione di fusione*" fra società non facenti capo al medesimo socio di controllo, presi in considerazione dalle citate Comunicazioni Consob del 2002 e 2003, i quali sono accordi necessariamente sottostanti un progetto di integrazione industriale realizzato con lo strumento della fusione.

Non si ritiene, dunque, sussistano i presupposti per un'interpretazione dell'art. 49, comma 1, lett. f), del Regolamento Emittenti che comporti un'estensione del menzionato orientamento fino a far considerare operante l'esenzione anche nel caso in cui il superamento della soglia rilevante non derivi dalla stipulazione di meri patti parasociali fra soci che da soli non la supererebbero, ma consegua, come nel caso di specie, ad una serie di trasferimenti azionari che non rientrano fra gli accordi indispensabili alla fusione, ma realizzano una riorganizzazione societaria corrispondente alle specifiche finalità "politiche" e gestionali perseguite dai soci di controllo delle due società interessate, consistenti, fra l'altro, nella garanzia per entrambi i Comuni di una paritetica partecipazione in [...società K...] e, conseguentemente, nella società risultante dalla fusione.

Conferma quanto detto la oggettiva difficoltà di individuare nelle diverse componenti dell'operazione una piena unitarietà, posto che esse:

(i) sono giuridicamente e temporalmente distinte. Infatti, sebbene l'efficacia della fusione e quella dei descritti movimenti di partecipazioni sia presentata nel quesito come contestuale, la fusione (da una parte) e i trasferimenti di partecipazioni (dall'altra) hanno efficacia strutturalmente distinta e, come riconosciuto anche nel quesito, vanno inevitabilmente collocate in sequenza temporale;

(ii) perseguono finalità diverse, in quanto la fusione è finalizzata al conseguimento di una razionalizzazione e di sinergie industriali, mentre i trasferimenti di partecipazioni sono volti a garantire la pariteticità tra i Comuni nel controllo di [...società W...].

Ne consegue che l'assetto proprietario risultante dall'Operazione - che comporta sia il superamento della soglia rilevante ai fini dell'obbligo - di OPA sia il trasferimento del controllo - non rappresenta un effetto automatico della fusione, né si realizza semplicemente in virtù dell'adesione a patti parasociali, e, dunque, non può definirsi conseguente alla fusione.

* * *

Per gli Studi Legali assume rilevanza che la struttura dell'Operazione e la non contendibilità delle società quotate partecipanti alla fusione sarebbero state conosciute dai soci di minoranza, attraverso l'ampia informativa fornita alle assemblee e al mercato. Occorre, in proposito, osservare che la necessità di trasparenza, anche in sede assembleare, di tali accordi ai fini dell'applicabilità dell'esenzione costituisce soltanto uno degli elementi necessari alla operatività dell'esenzione stessa. Non può, dunque, ritenersi che la realizzazione di una piena trasparenza dell'Operazione sia idonea a far venir meno la necessità di una valutazione in merito alla sussistenza del nesso di consequenzialità tra il superamento delle soglie rilevanti e l'operazione di fusione, richiesto dalla disciplina in materia quale condizione per l'ammissibilità dell'esenzione.

2.2.3. Gli Studi Legali richiamano, inoltre, altre Comunicazioni Consob (n. DEM/2018528 del 20 marzo 2002 e n. DEM/2009909 del 13 febbraio 2002) per trarne argomenti a sostegno

dell'applicabilità del principio di unitarietà all'Operazione, e dell'irrilevanza dell'interposizione di un nuovo veicolo societario nell'assetto partecipativo *post* fusione.

Dette Comunicazioni Consob non possono ritenersi utilmente richiamate, poiché nell'Operazione non vi è corrispondenza degli assetti di controllo delle società quotate tra la situazione *ante* e quella *post* Operazione, diversamente da quanto si verificato nelle fattispecie analizzate in tali Comunicazioni.

3. CONCLUSIONI

Sulla base di quanto sopra, la Commissione ritiene che, qualora l'Operazione prospettata sia portata a termine, sorgerebbe un obbligo di OPA in capo a [...società K...], ai sensi dell'art. 106, del TUF, avente ad oggetto le azioni di [...società Y...] e di [...società X...]; posto che la seconda sarebbe immediatamente incorporata nella prima, che assumerebbe la denominazione di [...società W...], l'OPA dovrebbe essere promossa sulle azioni di [...società W...] il cui flottante verrebbe ad essere detenuto dagli azionisti di minoranza di [...società Y...] e [...società X...].

IL PRESIDENTE
Lamberto Cardia