Comunicazione n. DEM/DCL/7096246 del 26-10-2007

inviata alla [...società A...] e allo studio legale ...

OGGETTO: [...società C...] – Quesito in materia di applicabilità della disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria di cui agli artt. 106 e 109 del D.Lgs. n. 58/1998 a seguito di modifica del patto parasociale

1. Premessa

Si fa riferimento alla lettera del ... con la quale lo Studio Legale ... (...), per conto di [...società A...] (...), ha trasmesso un quesito concernente l'applicabilità della disciplina dell'OPA obbligatoria ad un'operazione di riassetto del controllo di [...società B...] (...), azionista rilevante di [...società C...] (“...” o la “Società”) e aderente al patto parasociale avente ad oggetto azioni della predetta quotata. Si fa altresì riferimento alla nota del ... con la quale lo Studio Legale ha trasmesso alcune informazioni integrative al quesito. Al riguardo, si rappresenta quanto segue.

2. Descrizione dell'operazione oggetto del quesito

2.1. L'operazione oggetto del quesito consiste nel riassetto dell'azionariato di [...società B...] - azionista di maggioranza relativa di [...società C...]- al termine del quale [...società A...] acquisirà il controllo di diritto della citata [...società B...].

Quest'ultima società, che ha all'attivo come *asset* principale la partecipazione del 23,92% in [...società C...], è attualmente partecipata come segue :

[...società X...] (...Famiglia H...)	34,0%
[...società Y...]	31,5%
[...società A...]	31,5%
[...società Z...]	3,0%

Gli azionisti di [...società B...] nel ... hanno stipulato un patto parasociale di voto e di blocco avente ad oggetto il 100% del capitale della medesima società. Nessun azionista, in forza della sua partecipazione e delle clausole del patto, è in grado di controllare [...società B...] ai sensi dell'art. 93 del TUF.

Nel ... la [...Famiglia H...], tramite [...società X...], ha concordato con gli altri partecipanti al [...Patto B...] la propria uscita dal citato patto che, pertanto, attualmente vincola il 66% del capitale di [...società B...]. Le altre parti del patto hanno convenuto di apportare al contratto parasociale, entro sessanta giorni dall'1 agosto 2007, le modifiche ritenute necessarie a seguito dell'uscita di [...società X...]. Ad oggi tali modifiche non sono state ancora concordate.

2.2. In data ... [...società A...], [...società Y...] e [...società Z...], in qualità di Promittenti Acquirenti, hanno stipulato con [...società X...] [...Famiglia H...], in qualità di Promittente Venditrice, un contratto preliminare di compravendita in forza del quale [...società X...] “*si è impegnata ad alienare le azioni dalla stessa detenute in [...società B...] rispettivamente a [...società A...], [...società Y...] e [...società Z...] in eguali proporzioni alle rispettive quote di partecipazione al capitale di [...società B...]. La data di trasferimento delle azioni e di pagamento del prezzo è prevista per il*”

Ad esito della predetta operazione, la compagine sociale di [...società B...] sarebbe la seguente:

[...società A...]	47,73%
[...società Y...]	47,73%
[...società Z...]	4,54%

Nel quesito è rappresentato che “nessuno dei soci risulterà in grado di esercitare, da solo, una influenza dominante su [...società B...], né potrà dirsi pertanto titolare del controllo sulla stessa ai sensi dell’art. 93 del TUF.”.

In pari data [...società B...] e [...società XX...] (società che fa capo alla [...Famiglia H...]), titolare di una partecipazione pari a circa il 5,001% di [...società C...], hanno stipulato i seguenti contratti di opzione aventi ad oggetto la predetta partecipazione: (i) [...società XX...] è titolare di una *put* esercitabile tra il 5 e l’8 novembre 2007; (ii) [...società B...] ha una *call* esercitabile tra il 12 e il 15 novembre 2007.

Nel quesito è precisato che [...società XX...] nel frattempo continua ad esercitare tutte le prerogative connesse alle azioni (diritto di disporre delle stesse e di esercitare liberamente i diritti sociali ad esse inerenti).

2.3. In data ... [...società A...] ha concluso con [...società E...] un contratto di compravendita avente ad oggetto la partecipazione totalitaria in [...società Y...] detenuta da [...società E...] e quindi, indirettamente, la partecipazione del 31,5% detenuta da [...società Y...] in [...società B...].

Ad esito di tale operazione, [...società A...] verrebbe ad acquisire il controllo di diritto su [...società B...]. In particolare, [...società A...] verrebbe a detenere, direttamente (31,5%) e indirettamente, tramite [...società Y...] (31,5%), il 63% di [...società B...].

Tale partecipazione si incrementerà al 95,46% ad esito dell’acquisto delle partecipazioni oggetto del contratto di compravendita del ... con [...società Y...].

L’esecuzione del contratto di compravendita del 100% di [...società Y...] è subordinato all’ottenimento dell’autorizzazione antitrust (nel frattempo intervenuta) e all’ottenimento del parere della Consob sulla irrilevanza di detta acquisizione ai fini della normativa sull’OPA obbligatoria.

3. Considerazioni contenute nel quesito in merito alla non applicabilità della disciplina dell’OPA obbligatoria

3.1. In relazione alla descritta operazione lo Studio Legale, per conto di [...società A...], chiede alla Commissione di pronunciarsi in merito alla non applicabilità della disciplina dell’OPA obbligatoria, per le considerazioni di seguito sintetizzate:

a) [...società B...] detiene attualmente il 23,92% di [...società C...]; non si applicherebbe, quindi, la disciplina dell’acquisto indiretto di una partecipazione superiore al 30% di cui al combinato disposto degli articoli 106, comma 3, lett. a), del TUF e 45 del Regolamento Consob n. 11971 del 19.5.1999 (“Regolamento Emittenti”)¹. Anche in ipotesi di esercizio, nel ..., dei descritti contratti di

¹ Come noto l’art. 106, comma 3, lett. a), del TUF prevede: “La Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui:

opzione stipulati tra [...società B...] e [...società XX...] e aventi ad oggetto il 5,001% di [...società C...], la percentuale complessiva posseduta da [...società B...] rimarrebbe sotto il 30% (28,92% circa);

b) l'acquisto del controllo di [...società B...] da parte di [...società A...] non implicherebbe mutamenti nell'assetto di potere interno al [...Patto C...] né avrebbe, sul piano soggettivo od oggettivo, effetti novativi sullo stesso (per la rilevanza di tali aspetti, ai fini dell'applicabilità della disciplina dell'OPA obbligatoria in ipotesi di modifiche di patti che vincolano più del 30% del capitale di una quotata, nel quesito si rinvia alla Comunicazione Consob n. DIS/99061705 del 13 agosto 1999 e alle successive Comunicazioni che alla stessa fanno riferimento quali, tra le altre, le Comunicazioni n. DAL/38036 del 18 maggio 2000 e n. DEM/2042919 del 14 giugno 2002).

Al riguardo, lo Studio Legale rappresenta che:

b.1) non si modificherebbero gli aderenti al [...Patto C...] che continuerebbero ad essere quelli attualmente esistenti, con le partecipazioni azionarie in [...società C...] attualmente sindacate;

b.2) resterebbero ferme tutte le clausole del [...Patto C...] relative alla nomina del Consiglio di Amministrazione e delle principali cariche sociali, né muterebbero in alcun modo l'oggetto, la scadenza temporale o altre regole di funzionamento del [...Patto C...];

b.3) anche dopo l'acquisizione del controllo solitario di [...società B...] da parte di [...società A...], [...società C...] continuerebbe "a non essere controllata da alcun soggetto ai sensi dell'art. 93 del Testo Unico" (la centralità di tale aspetto è messa in risalto dalla Comunicazione n. DEM/2009909 del 13 febbraio 2002; v. pure la Comunicazione n. DEM/2042919, cit. secondo la quale "tenuto conto che restano ferme le clausole del patto relative alla nomina del consiglio di amministrazione, e tenuto altresì conto dell'affermazione contenuta nel patto stesso in base alla

a) la partecipazione indicata nel comma 1 (n.d.r. 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 delle predetta norma l'art. 45 del Regolamento Emittenti ("Acquisto Indiretto") dispone che: "L'acquisto, anche di concerto, di una partecipazione che consente di detenere più del trenta per cento delle azioni con diritto di voto sugli argomenti indicati nell'articolo 105 del Testo unico, 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 con diritto di voto sugli argomenti indicati nell'articolo 105 del Testo unico di una società quotata 109.

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.".

quale nessuno degli aderenti ha il potere di esercitare, singolarmente considerato, il controllo della società, si può ritenere che, nel caso di specie, non vi sia una novazione del patto in questione”);

b.4) *[...società A...]* verrebbe ad assumere il controllo solitario di *[...società B...]* la quale all'interno del *[...Patto C...]* è titolare di un diritto di veto; in particolare *[...società B...]* detiene una quota pari a circa il 49% delle azioni sindacate nel *[...Patto C...]* e come tale idonea a impedire l'assunzione delle decisioni della Direzione concernenti la designazione dei soggetti candidati alle principali cariche sociali di *[...società C...]* (per le quali è previsto un quorum del 75%).

Tale effetto, tuttavia, non determinerebbe un'alterazione degli attuali equilibri di potere interni al *[...Patto C...]*, per le seguenti considerazioni: (i) oltre a *[...società B...]*, analogo potere di veto continuerebbe a competere a *[...banca X...]* la quale, in quanto titolare del 27,03% delle azioni sindacate nel *[...Patto C...]*, è in grado di paralizzare, da sola, la eventuale volontà positiva degli altri pattisti (ivi inclusa quella di *[...società B...]*); (ii) che tale situazione in capo a *[...società B...]* sussiste fin dalla formazione del *[...Patto C...]*; (iii) in sede di modifica del *[...Patto C...]* nel ... i pattisti hanno previsto che le decisioni concernenti la nomina delle principali cariche sociali vanno assunte con il voto favorevole di almeno tre partecipanti al *[...Patto C...]*, attribuendo quindi un potere interdittivo anche agli azionisti con partecipazioni inferiori al 25%. *“Di conseguenza [...società B...] e [...banca X...], pur possedendo partecipazioni complessivamente superiori al 75% delle azioni sindacate, non sono in grado da sole di dar corso alle nomine alle cariche principali di [...società C...], richiedendosi in ogni caso, così come previsto dall'attuale [...Patto C...], il voto favorevole di almeno un altro socio sindacato. Ne consegue, nel caso di specie, che, per usare la terminologia della stessa Consob, “nessuna delle clausole dell'indicato patto parasociale appare destinata a subire modifiche conseguenti all'ingresso dei nuovi aderenti, e che nessuno dei soci preesistenti né alcuno dei nuovi sembra in procinto di acquisire, all'interno del patto, poteri decisionali preminenti, ulteriori e diversi da quelli preesistenti” (v. Comunicazione n. DIS/99061705, cit.). L'acquisizione del controllo solitario di [...società B...] da parte di [...società A...] non produce, in altri termini, alcuna variazione del [...Patto C...] e degli assetti di potere che lo caratterizzano attualmente, continuando [...società B...] ad esercitare i diritti ad essa spettanti in base al [...Patto C...] così come esercitati attualmente.”*

3.2. Nella nota del ... vengono forniti ulteriori considerazioni e chiarimenti come di seguito sintetizzati:

1) il *[...patto C...]* pone a carico dei partecipanti limiti per la cessione delle azioni sindacate, ossia delle azioni *[...società C...]*; non sono previste limitazioni o, in genere, disposizioni in relazione alla modifica degli assetti proprietari dei partecipanti. Il trasferimento dalla partecipazione totalitaria in *[...società Y...]* da *[...società E...]* a *[...società A...]* e, quindi, l'acquisto indiretto da parte di *[...società A...]* del 31,5% detenuto da *[...società Y...]* in *[...società B...]* è stato espressamente approvato da *[...società Z...]* in forza del patto parasociale avente ad oggetto *[...società B...]*. *[...società E...]* e *[...società A...]*, anche se non tenuti dalle disposizioni del *[...Patto C...]*, hanno informato della cessione di *[...società Y...]* da *[...società E...]* a *[...società A...]* i partecipanti al *[...Patto C...]* (...) che non hanno formulato obiezioni;

2) l'operazione in esame si distinguerebbe dalle esemplificazioni indicate nella comunicazione DIS/99061705 del 13 agosto 1999 di novazioni del patto che, in assenza di superamenti di soglie rilevanti, possono comunque determinare un obbligo di OPA.

In particolare, nella fattispecie in esame mancherebbe a) l'ingresso nel patto di un nuovo Partecipante; b) la presenza di un *“unico azionista con il potere di esercitare di fatto un potere di veto sulle principali decisioni del patto”* (così come richiamato nella terza frase del nono capoverso di detta comunicazione).

Più specificamente, nella nota del ..., lo Studio Legale richiama il principio enunciato nella predetta comunicazione sulla rilevanza del 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 un potere stabile di veto sulle decisioni comuni”*.

Al riguardo, lo Studio Legale rappresenta che *“l'espressione “del socio” è chiaramente da intendersi riferita al socio unico in grado di esercitare la preminenza o influenza sul Patto”*;

3) con specifico riguardo alla mancanza di un nuovo soggetto che entra nel *[...Patto C...]*, lo Studio Legale rappresenta quanto segue: (i) il partecipante al Patto continuerebbe ad essere *[...società B...]*; (ii) qualora si volesse far riferimento alla compagine sociale di *[...società B...]*, *[...società A...]* è già socio dal ... di *[...società B...]* ed ha concorso con gli altri soci di *[...società B...]* alla formazione delle decisioni di *[...società B...]*, quale partecipante del Patto. In particolare, *[...società A...]* ha partecipato alla designazione degli attuali amministratori di *[...società C...]* sia concorrendo alla designazione del presidente (...) e del vice presidente (...), peraltro, dotati di requisiti di indipendenza, sia mediante la designazione del ..., come uno degli amministratori di designazione di *[...società B...]* e concorrendo con gli altri soci di *[...società B...]* nella designazione degli altri due amministratori di competenza di *[...società B...]* e cioè gli amministratori indipendenti ... (...);

4) con riferimento alla mancanza di un unico socio che dispone del diritto di veto, si precisa che: nel *[...Patto C...]*, sia prima che dopo l'operazione in esame, *“il potere di veto spetta singolarmente a due Partecipanti ([...società B...] e [...banca X...]) e, in principio, a tutti e quattro gli altri Partecipanti qualora votassero insieme. Comunque ciascuno degli altri quattro partecipanti ha il potere di veto, necessitando del voto favorevole di tre Partecipanti nel caso in cui una delibera rilevante raccolga il voto favorevole dei due primi soci.”*;

5) infine, sempre richiamando la citata comunicazione dell'agosto 1999, nella nota si rileva che, affinché si determini una situazione rilevante ai fine dell'OPA, sarebbe necessaria la sussistenza congiunta di modificazioni sostanziali del patto sia soggettive sia oggettive. In particolare, una modificazione soggettiva sarebbe rilevante soltanto se per effetto della stessa si determinassero anche modificazioni sostanziali nella struttura del patto in relazione all'oggetto, alla durata e alle regole con le quali si forma la volontà dei partecipanti.

Nella fattispecie in esame, secondo lo Studio Legale,:

- non vi sarebbe alcuna modificazione, nemmeno di dettaglio, dell'oggetto del Patto, delle scadenze e delle regole con le quali si assumono le decisioni;
- non vi sarebbe da parte di *[...società B...]* l'assunzione della posizione *“del socio”* in grado di esercitare una stabile preminenza all'interno del patto;
- non vi sarebbe da parte di *[...società B...]* l'assunzione della posizione *“del socio”* in grado di disporre di uno stabile potere di veto sulle decisioni comuni;
- non vi sarebbe alcuna modificazione dei diritti e dei poteri attualmente spettanti agli altri partecipanti del Patto.

4. Considerazioni della Consob

4.1. Come già rappresentato, nel quesito si esclude, in primo luogo, che - a seguito dell'operazione in precedenza descritta - [...società A...] risulti individualmente tenuta alla promozione di un'OPA per avere indirettamente (ossia, attraverso [...società B...]) acquisito una partecipazione superiore alla soglia considerata dall'art. 106, comma 1, nel capitale di [...società C...].

L'affermazione dello Studio Legale risulta condivisibile. Infatti, ancorché il patrimonio di [...società B...] risulti costituito in prevalenza dalla partecipazione nella quotata (ciò che consentirebbe, astrattamente, l'applicazione della disciplina dell'OPA "a cascata" recata dagli artt. 106, comma 3, lett. a), del TUF e 45 del R.E.), detta partecipazione ammonta al 23,92 % del capitale di [...società C...], e dunque si attesta ben al di sotto della soglia del 30% considerata dall'art. 106 del TUF.

Tale conclusione non è destinata a modificarsi nemmeno a seguito dell'eventuale esercizio dei diritti di opzione, aventi ad oggetto il 5% circa del capitale di [...società C...], pattuiti tra [...società XX...] e [...società B...], posto che in tale ultima ipotesi la partecipazione da quest'ultima detenuta si attesterebbe intorno al 28%².

Peraltro, la disciplina dettata dagli artt. 106, comma 3, lett. a), del TUF e 45 del Regolamento Emittenti è destinata ad assumere rilievo nel caso di specie, ove si consideri che la

² Nel quesito non si attribuisce alcun rilievo alla circostanza che l'eventuale esercizio dei diritti di opzione potrebbe determinare un innalzamento della partecipazione detenuta complessivamente dai paciscenti (anche fuori patto), la quale passerebbe dall'attuale 47,86% al 52,86%. Ciò potrebbe astrattamente comportare, a carico degli aderenti al patto, l'applicazione della disciplina dell'OPA "da consolidamento" prevista dagli artt. 106, comma 3, lett. b), del TUF e 46 del R.E., la quale impone la promozione dell'offerta a chi - trovandosi in possesso di una partecipazione compresa tra il 30% ed il 50% del capitale di una quotata - acquisti più del tre per cento del medesimo capitale in un periodo di dodici mesi.

A conclusioni diverse deve tuttavia pervenirsi ove si abbia riguardo a quanto affermato dalla Consob nella Comunicazione DEM/2042919 del 14-6-2002 e ribadito in successive occasioni quali quella del riassetto del patto RCS (Comunicazione DEM/DCL/4073976 del 6/8/2004).

Più specificamente, a mezzo della suddetta Comunicazione la Commissione ha avuto modo di precisare che, in presenza di un acquisto a titolo oneroso di più del 3% del capitale ordinario di una società quotata da parte di chi già deteneva una partecipazione compresa tra il 30% e il 50%, va attribuito rilievo alla circostanza che un acquisto di importo non superiore al 3% sarebbe stato sufficiente per superare la soglia di capitale oltre cui ogni obbligo di OPA è escluso (ossia il 50% del capitale).

Nell'occasione fu ritenuto "indifferente che l'azionista di riferimento effettui due separati acquisti nel medesimo arco temporale, il primo volto all'esatto raggiungimento della maggioranza dei diritti di voto in assemblea ordinaria, e il secondo liberamente, in forza della posizione di controllo di diritto ormai acquisita, ovvero che detto obiettivo si realizzi, come nel caso di specie, attraverso un'unica operazione, giuridicamente inscindibile, quale un aumento di capitale".

Nel caso in esame, la partecipazione complessivamente detenuta dai paciscenti non subisce modifiche da più di dodici mesi (secondo quanto riferito per le vie brevi dallo Studio Legale ...). Ciò consente a costoro non soltanto di incrementare detta partecipazione di un ulteriore tre per cento, ma – alla stregua di quanto affermato dalla Consob nella citata Comunicazione - di procedere fin da subito ad incrementi anche maggiori della stessa partecipazione, senza incorrere in obblighi di offerta.

partecipazione nella quotata, detenuta per il tramite di un “veicolo”, può essere considerata unitariamente a quelle detenute da altri soggetti operanti di concerto con il veicolo, ai sensi dell’art. 109 del TUF (sul punto si veda il successivo par. 4.4.).

4.2. Nel quesito si prende poi in considerazione - per escluderla - la possibilità che l’acquisto a titolo oneroso del controllo di [...società B...] da parte di [...società A...] comporti un obbligo solidale di OPA a carico degli aderenti al patto parasociale su [...società C...], per effetto di quanto previsto dal combinato disposto degli artt. 106 e 109 del TUF (“Acquisto di concerto”), nonché alla luce dei principi enunciati dalla Consob nella citata Comunicazione n. DIS/99061705 dell’agosto 1999.

Si riporta di seguito un estratto della predetta Comunicazione dove sono enunciati principi di carattere generale in materia di variazioni di patti parasociali e applicabilità della disciplina dell’OPA obbligatoria. Al fine di una piena comprensione dell’estratto di seguito citato, è opportuno rammentare che, ai sensi del combinato disposto degli articoli 106, comma 1, e 109 del TUF, presupposto indispensabile perché si abbia obbligo di OPA di concerto è che siano intervenuti acquisti a titolo oneroso, da parte di almeno uno dei paciscenti, di azioni in numero tale da determinare, insieme a quelle già detenute dagli altri partecipanti, un superamento di soglia rilevante.

“...Si osserva, in via generale, che acquisti azionari ai quali conseguano mutamenti nella composizione di un patto parasociale, i cui aderenti siano titolari di una partecipazione globalmente superiore al 30% del capitale di una società quotata, possono comportare obblighi di offerta pubblica di acquisto, pur in assenza di un incremento della partecipazione complessivamente ascrivibile ai membri del patto, qualora i mutamenti determinino una vera e propria novazione, o comunque implicino una significativa modificazione delle regole di funzionamento del patto o degli assetti di potere esistenti al suo interno.

Sarebbe non solo privo di qualsiasi fondamento logico, ma anche palesemente contrario alla ragion d'essere della normativa italiana in tema di offerte pubbliche obbligatorie d'acquisto, nonché privo di ogni riscontro nel panorama internazionale, l'ipotizzare che anche variazioni minime nella composizione soggettiva di un patto parasociale, tali da non incidere sugli assetti proprietari di quest'ultima, facciano sorgere un obbligo di offerta totalitaria solidalmente in capo a tutti gli aderenti, ivi compresi quelli che già prima ed indipendentemente da tali variazioni detenevano una partecipazione rilevante nella società tramite un patto rimasto per il resto assolutamente immutato.

All'opposto, però, neppure sarebbe concepibile che rilevanti variazioni intervenute nella compagine degli aderenti al patto, tali da mutarne sostanzialmente gli assetti, non determinino alcun obbligo di offerta pubblica di acquisto sol perché resta immutata la forma esteriore del patto di sindacato. Donde la necessità di verificare in concreto la portata e gli effetti delle variazioni in questione, che certamente farebbero sorgere l'obbligo di offerta ove, ad esempio, risultassero sostanzialmente modificati l'oggetto del patto, le sue scadenze temporali o le regole in base alle quali, al suo interno, la volontà dei singoli aderenti concorre a determinare le decisioni comuni; oppure qualora l'ingresso di nuovi aderenti o l'uscita di membri originari conducesse al 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.”³.

³ Si rammenta che l’operazione oggetto della citata pronuncia della Consob, nell’ambito di un aggregazione bancaria

Tali principi sono stati ribaditi in successive Comunicazioni che hanno preso in considerazione modifiche di pattuizioni parasociali intervenute senza che la partecipazione complessivamente detenuta dagli aderenti al patto superasse una delle soglie rilevanti.

4.3. Nel caso di specie, come già indicato, lo Studio Legale esclude in primo luogo che vi siano “*sul piano soggettivo ... effetti novativi*” sul [...Patto C...], in quanto non vi sarebbe una modifica dei suoi attuali partecipanti.

Tali affermazioni non si ritengono condivisibili per le seguenti considerazioni.

Ancorché i soggetti che formalmente aderiscono al [...Patto C...] rimangano immutati, non è priva di rilievo la circostanza che un soggetto acquisisca il controllo esclusivo della *holding* di partecipazioni [...società B...], aderente al Patto in questione.

Infatti, posto che il patrimonio della suddetta *holding*, come dichiarato dallo stesso Studio Legale, risulta costituito in prevalenza dalla partecipazione nella quotata [...società C...], pare applicabile, nella fattispecie, la disciplina dell’acquisto indiretto di cui al combinato disposto degli artt. 106, comma 3, lett. a), e 45 del Regolamento Emittenti, in forza dei quali la partecipazione rilevante al capitale di una società quotata può essere acquisita attraverso l’assunzione del controllo di un società non quotata, il cui attivo patrimoniale sia costituito prevalentemente dai titoli di una quotata.

Nel caso in esame, come anticipato, l’acquirente, attraverso la *holding* non supera individualmente la soglia rilevante del 30%; la partecipazione dallo stesso detenuta nella quotata, tuttavia, dovrà essere cumulata - ai sensi dell’art. 109, comma 1, lett. a)⁴ - con quelle possedute dai soggetti che insieme ad [...società B...] aderiscono alla medesima intesa parasociale.

In altri termini, ancorché la compagine degli aderenti al patto rimanga imm modificata, non può negarsi che - attraverso il “veicolo” [...società B...] - nella fattispecie si realizzi l’adesione al preesistente patto di un soggetto nuovo, ovvero [...società A...].

attraverso un’OPASC, prevedeva l’ingresso nel patto della banca offerente (che vincolava più del 30% del capitale) di nuovi aderenti ex azionisti della banca oggetto dell’offerta. Al riguardo, si legge nella Comunicazione “...nella fattispecie in esame nessuna delle clausole dell’indicato patto parasociale appare destinata a subire modifiche conseguenti all’ingresso dei nuovi aderenti, e che nessuno dei soci preesistenti né alcuno dei nuovi sembra in procinto di acquisire, all’interno del patto, poteri decisionali preminenti, ulteriori e diversi da quelli preesistenti. In particolare, non mutano le clausole del patto per le quali le decisioni in tema di nomina delle cariche sociali richiedono il voto dei titolari di almeno il 75% delle azioni conferite al patto ed altre decisioni di maggiore rilievo richiedono il voto di detentori di almeno il 70% di dette azioni. Pertanto, l’azionista il quale già ora detiene la maggioranza relativa (circa il 39%) delle azioni conferite al patto conserverebbe, pur dopo il compimento della descritta operazione, la medesima posizione maggioritaria, giacché sarebbe detentore di una quota del 30,7% circa. Tale azionista resterebbe quindi l’unico a poter esercitare di fatto un potere di veto sulle principali decisioni, in quanto nessuno degli altri aderenti sarebbe titolare di quote di partecipazione superiori al 25% del totale (né cambierebbe l’azionista titolare della partecipazione di entità subito inferiore a quella maggioritaria, detentore ora di circa il 30,8% ed in futuro di circa il 24,2% delle azioni sindacate).”.

⁴ L’art. 109, comma 1, lett. a), del TUF prevede: “1. Sono solidalmente tenuti agli obblighi previsti dagli articoli 106 e 108, quando vengano a detenere, a seguito di acquisti a titolo oneroso effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle percentuali indicate nei predetti articoli: a) gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall’articolo 122”.

Del resto, ove si attribuisse rilevanza (come sostenuto dallo Studio Legale) esclusivamente alle modifiche concernenti l'identità dei soggetti direttamente vincolati al patto, la disciplina dell'OPA obbligatoria rischierebbe di essere frequentemente elusa; per modificare completamente – senza incorrere negli obblighi di offerta - gli assetti di controllo di una quotata nel cui capitale una partecipazione superiore al 30% sia detenuta congiuntamente da soggetti vincolati ad un patto parasociale, sarebbe sufficiente, anziché alienare direttamente le azioni della quotata, trasferire il controllo di tutti i “veicoli” che direttamente aderiscono all'intesa parasociale. Ciò infatti, a fronte di una modifica “sostanziale” degli assetti di potere della società quotata, non determinerebbe, almeno formalmente, alcuna alterazione soggettiva (e tanto meno oggettiva) del contratto parasociale; il che consentirebbe di escludere la ricorrenza dei presupposti dell'OPA obbligatoria indicati nella più volte citata Comunicazione Consob.

In conclusione, si ritiene che ogni volta che il controllo di una società non quotata, il cui patrimonio sia costituito in prevalenza dalla partecipazione in una quotata, venga acquisito da un nuovo soggetto, ciò determini una variazione soggettiva del patto al quale la società non quotata aderisce.

Ancorché superfluo, in ragione di quanto finora detto, vale comunque la pena di precisare, infine, che attraverso il “veicolo” [...società B...], nella fattispecie si realizza – oltre che l'adesione di [...società A...] al preesistente patto – anche l'acquisto, da parte di tale ultimo soggetto, di una partecipazione al capitale della quotata (come noto, presupposto indefettibile dell'obbligo di OPA ai sensi dell'art. 106 del TUF).

Ciò detto, occorre adesso verificare se l'ingresso di tale nuovo soggetto al [...Patto C...] possa comportare “una vera e propria novazione, o comunque” implichi “una significativa modificazione delle regole di funzionamento del patto o degli assetti di potere esistenti al suo interno” (cfr. Comunicazione dell'agosto 1999).

4.4. Considerato che, come rappresentato dallo Studio Legale, non vi saranno variazioni delle regole di funzionamento del patto in quanto le clausole del contratto parasociale non verranno in alcun modo modificate, occorre accertare se, a seguito dell'acquisto del controllo di [...società B...] da parte di [...società A...] (che, come detto, realizza un acquisto indiretto di partecipazione nella quotata e, dunque, uno dei presupposti necessari per aversi obbligo di OPA), vi siano significative modifiche “degli assetti di potere esistenti al suo interno”.

Secondo l'esemplificazione contenuta nella più volte citata Comunicazione, modifiche rilevanti ai fini dell'obbligo di OPA ricorrerebbero, tra l'altro, ove “l'ingresso di nuovi aderenti o l'uscita di membri originari conducesse al 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.”⁵.

Nel caso di specie, come correttamente rileva lo Studio Legale, il nuovo socio non sarebbe in grado di esercitare una “stabile preminenza”, ossia non sarebbe in grado di esercitare un'influenza dominante all'interno del patto e, di conseguenza, sulla quotata.

⁵ A differenza di quanto affermato nel quesito, come risulta chiaro dalla lettera della Comunicazione, non è necessario che le modificazioni soggettive concorrano con delle modifiche oggettive del patto per potersi parlare di un patto nuovo tale da comportare l'insorgenza dell'obbligo di OPA.

Tuttavia, la Comunicazione attribuisce rilievo anche alla disponibilità del diritto di veto sulle decisioni oggetto del patto, in quanto indice di una posizione differenziata rispetto alla generalità dei soggetti che vi aderiscono.

Nell'operazione in esame [...società A...], tramite la controllata [...società B...], acquisisce – in ragione delle maggioranze deliberative previste dal patto di sindacato (75%) nonché in virtù della partecipazione ivi detenuta dalla stessa controllata (49% delle azioni sindacate) - un sostanziale diritto di veto su alcune decisioni comuni, tra le quali particolare rilievo assume la designazione dei soggetti candidati alla carica di Presidente e/o Vice Presidente e/o Amministratori Delegati di [...società C...]⁶. Le altre materie sulle quali [...società A...] potrà esercitare il diritto di veto sono le seguenti⁷:

- la valutazione dei risultati interinali ed annuali di [...società C...] e consolidati;
- l'esame della politica dei nuovi investimenti della Società, nonché delle proposte relative all'acquisto o al realizzo di partecipazioni o di altri beni patrimoniali di rilevante entità;
- la designazione degli amministratori destinati a far parte del comitato esecutivo, ove nominato, e dei sindaci di [...società C...];
- la stipulazione, da parte di [...società C...], di accordi di sindacato relativi a società partecipate;
- determinazioni connesse con i limiti agli acquisti di azioni [...società C...];
- le dichiarazioni da rendersi al pubblico in deroga al vincolo di riservatezza.

In sostanza, il diritto di veto - in precedenza spettante alla società [...società B...], e dunque non attribuibile ad alcuno dei suoi soci ([...società X...]/[...società Y...]/[...società A...]/[...società Z...]) in quanto tale veicolo non era controllato da nessuno singolarmente - viene ora acquisito da [...società A...] per il tramite dello stesso veicolo.

Considerando [...società A...] come un soggetto nuovo che entra nel patto, si tratta dunque del mutamento di un socio in possesso di un diritto di veto, ossia di una posizione più forte rispetto a quella ricoperta dai soggetti che di tale diritto sono privi; posizione che la citata Comunicazione Consob ha ritenuto – qualora rivestita da un nuovo soggetto - indice di una modifica del patto rilevante ai fini dell'obbligo di OPA.

Anche ove si volesse considerare [...società A...] come soggetto non nuovo ma già presente - attraverso la partecipata [...società B...] - nel [...Patto C...], la conclusione non sarebbe diversa; si sarebbe comunque in presenza di un mutamento del socio in possesso del potere di veto, posto che in precedenza [...società A...] non disponeva in modo autonomo di tale potere, ma era costretta a condividere con altri soggetti (gli altri tre soci di [...società B...]) ogni decisione in merito al suo eventuale esercizio; di talché la prerogativa in questione non avrebbe potuto imputarsi a nessuno dei suddetti soci.

4.5. Lo Studio Legale, peraltro, nega che, nel caso in esame, il diritto di veto di cui disporrà [...società A...] sia indice di una posizione di potere “differenziata”, stante la presenza di un altro soggetto all'interno del patto ([...banca X...]) in grado di esercitare tale diritto. Nel quesito si

⁶ Si sottolinea come il diritto di veto oggetto di esame nella citata Comunicazione dell'Agosto 1999 vertesse sulla designazione dei soggetti candidati a ricoprire la carica di Presidente del C.d.A. e di Amministratore Delegato oltre che sulle fusioni infragrupo.

⁷ Si tratta di tutte le materie di competenza della Direzione del Sindacato ad eccezione di quelle oggetto di delibere assembleari di [...società C...] per le quali è richiesta l'unanimità dei componenti la stessa Direzione.

sostiene in proposito che la particolare situazione in cui verrebbe a trovarsi [...società A...] non è quella espressamente presa in considerazione, in sede esemplificativa, dalla Comunicazione più volte citata, posto che questa presupporrebbe la presenza di un unico azionista in grado di esercitare in via esclusiva il potere di veto.

L'interpretazione prospettata dallo Studio legale non risulta, tuttavia, condivisibile.

E' evidente che la posizione di un soggetto titolare del diritto di veto rispetto a quella di chi detenga il controllo di un patto si differenzia proprio per l'impossibilità di esercitare in modo esclusivo un'influenza dominante sulle decisioni del patto.

Tuttavia, una volta ammessa la rilevanza del veto - ossia della mera capacità di impedire l'adozione delle decisioni comuni - quale indice di una posizione di potere "differenziata", con la conseguenza che la sua acquisizione da parte di un nuovo soggetto costituirebbe modifica significativa di un patto, sarebbe contraddittorio attribuire peso alla circostanza che di tale capacità disponga un unico soggetto o, come nel caso in esame, più soggetti a titolo individuale.

La coesistenza di più situazioni dal medesimo contenuto, infatti, non attenua, sotto il profilo "qualitativo", il potere "negativo" che contraddistingue il veto di cui ciascuno dei titolari dispone. Essa potrebbe semmai incidere sulla capacità del pattista in grado di bloccare le decisioni di co-determinare la loro assunzione: si tratta però di un piano diverso dal potere "negativo" a cui la più volte citata Comunicazione dell'agosto 1999 ha attribuito rilievo.

In proposito, appare, inoltre, inconferente il richiamo operato dallo Studio Legale ad un passaggio della Comunicazione più volte citata nel quale si fa riferimento ad un "unico" azionista in grado di esercitare un potere di veto sulle decisioni comuni.

Infatti, in tale passaggio (*"Tale azionista resterebbe quindi l'unico a poter esercitare di fatto un potere di veto sulle principali decisioni, in quanto nessuno degli altri aderenti sarebbe titolare di quote di partecipazione superiori al 25%"*), la Comunicazione non intendeva certo attribuire rilievo all'esistenza di un unico soggetto in grado di esercitare il diritto di veto, quanto piuttosto evidenziare che - accanto a tale soggetto - nel caso direttamente preso in esame non erano venuti ad affiancarsi ulteriori soggetti titolari del medesimo potere.

Con ciò, implicitamente, si affermava che l'eventuale ingresso di un socio titolare di un diritto di veto - ancorché non esclusivo - avrebbe assunto rilievo ai fini della modifica degli assetti di potere interni al patto, e conseguentemente, ai fini dell'obbligo di promuovere un'offerta.

Si precisa al riguardo che, nell'operazione oggetto del quesito (integrazione tra due banche tramite un'OPASC), prima dell'ingresso dei soci della società oggetto di offerta nel patto relativo alla banca offerente, vi erano due aderenti al patto con potere di veto su alcune materie quali la designazione del Presidente e dell'Amministratore Delegato (era prevista una maggioranza del 75%) nonché le fusioni infragruppo (maggioranza del 70%); dopo la promozione dell'OPASC e dell'ingresso di nuovi aderenti al patto: (i) un aderente al patto avrebbe mantenuto il potere di veto, (ii) un'altro, in forza della diluizione del capitale, avrebbe perso tale potere; (iii) nessun nuovo soggetto avrebbe acquisito tale potere.

Si osserva al riguardo che, ove si fossero rilevate differenze tra la situazione in cui, all'interno di un patto, il potere di veto spetta in via esclusiva ad un soggetto e quella in cui lo stesso potere compete a più aderenti, la conclusione sarebbe stata che - a seguito della perdita del potere di

veto da parte di uno degli aderenti al patto - l'altro aderente rimanendo il solo in grado di esercitare tale veto avrebbe incrementato il suo potere all'interno del patto e, indirettamente, sulla quotata oggetto di quest'ultimo. Ciò avrebbe potuto indurre la Commissione ad affermare la sussistenza dell'obbligo di OPA.

Tale aspetto, invece, è stato ritenuto irrilevante ai fini della valutazione della sostanziale modifica degli assetti di potere di Intesa.

4.6. Da ultimo, quanto affermato dallo Studio Legale circa la mancanza di un'alterazione degli equilibri di potere interni al patto a seguito dell'acquisto del controllo di [...società B...] da parte di [...società A...] risulta infondato anche sotto altro profilo.

In particolare, prima dell'operazione in esame, [...società A...], in forza del [...Patto C...] e del [...Patto B...] - oltre a dover condividere con gli altri azionisti di [...società B...] la posizione da assumere in ordine alla designazione delle cariche apicali di [...società C...], che la direzione del [...Patto C...] approva con la maggioranza del 75% - deve condividere con i suddetti azionisti l'indicazione degli amministratori che spettano alla [...società B...] (in forza del [...Patto C...] sarebbero 5) ovvero, come previsto nel [...Patto B...], in mancanza di accordo, ha la possibilità di designare un numero di amministratori proporzionale alla propria partecipazione in tale ultima *holding* (pari, attualmente, al 31,5%).

Dopo l'operazioni in esame, oltre al potere di veto che concerne, fra l'altro, la designazione dei soggetti che devono ricoprire le cariche apicali della Società ("*Presidente e/o Vice Presidente e/o Amministratori Delegati*"), [...società A...] acquisirebbe la possibilità di nominare da sola 5 amministratori sugli 11 di spettanza del [...Patto C...] (considerato che, in forza del voto di lista, 1 amministratore spetta alla lista di minoranza che ha ottenuto maggiori voti). La posizione acquisita da [...società A...] sarebbe dunque quella dell'unico componente del [...Patto C...] in grado di incidere - in parte attraverso la nomina diretta (5 amministratori), in parte attraverso il diritto di veto - sulla nomina della maggioranza degli amministratori di spettanza del patto (11) e sulla maggioranza dell'intero consiglio (12).

Infine, deve ritenersi che, in mancanza di un accordo sulle cariche sociali per le quali è necessaria la maggioranza del 75% ("*designazione delle persone destinate a ricoprire le cariche di del patto Presidente e/o Vice Presidente e/o Amministratori Delegati*"), i soci in grado di esercitare un veto, tra cui [...società A...], potrebbero in concreto paralizzare la formazione della lista unitaria che gli aderenti al [...Patto C...], in forza dello stesso, sono tenuti a presentare e a votare.

* * *

In conclusione, per le considerazioni sopra esposte, si ritiene che, a seguito dell'acquisto del controllo di [...società B...] da parte di [...società A...] e, conseguentemente, dell'acquisto da parte di quest'ultima del potere di veto su alcune decisioni del patto, gli assetti di potere all'interno del [...Patto C...], in linea con la Comunicazione di agosto 1999 e delle successive comunicazioni che la richiamano, debbano ritenersi significativamente modificati in favore di [...società A...].

Ciò conduce ad affermare, ai sensi degli articoli 106 e 109 del TUF, la sussistenza dei presupposti dell'obbligo di OPA a carico degli aderenti al predetto patto.

IL PRESIDENTE
Lamberto Cardia