

Comunicazione n. DCL/DEM/85385 del 16-11-2000

inviata alla società ..., alla società ..., allo studio ... e allo studio ...

Oggetto: Patti parasociali e offerta pubblica di scambio - Integrazione .../... - Richiesta di parere

Si fa riferimento al quesito formulato in data ..., in relazione all'offerta di scambio promossa da ... (...) su azioni ... (...), con il quale è stato chiesto a questa Commissione di confermare che:

- gli accordi ed impegni sottoscritti dalle società stesse e da loro azionisti non configurano patti parasociali ai sensi dell'art. 122 del d.lgs. n. 58/1998 (TUF);

- non sussiste un obbligo di promuovere un'offerta ai sensi degli artt. 106 e 109 del TUF in capo agli ex azionisti ... a seguito della loro adesione all'offerta di scambio e al conseguente acquisto di azioni ... ricevute in concambio ovvero a causa della loro sottoscrizione degli impegni suddetti.

In proposito, questa Commissione ritiene, per le ragioni di seguito esposte, che:

1) tutti gli accordi ed impegni sottoscritti sono da considerare patti parasociali rilevanti per l'applicazione dell'art. 122 del TUF; in particolare vi sarebbero quattro pattuizioni parasociali fra loro strettamente connesse;

2) sulla base delle informazioni fornite non dovrebbe sorgere un obbligo di offerta ai sensi degli artt. 106 e 109 del TUF, nel presupposto che ... dopo l'operazione sarà controllata, in forza della partecipazione singolarmente detenuta e dei suddetti patti, dal medesimo soggetto che attualmente la controlla di diritto e che gli azionisti ... appartenenti ai gruppi ... e ... non verranno autonomamente a detenere una partecipazione superiore al 30% del capitale ordinario. E' peraltro evidente che se l'offerta di scambio produrrà sugli assetti di controllo di ... effetti diversi da quelli indicati nel quesito, dovrà essere compiuta una nuova valutazione.

1. Valutazione dei patti parasociali

1.1. Sono stati conclusi accordi fra ... e il proprio azionista di controllo (...) e fra ... e n. 4 società azioniste di ..., appartenenti ai gruppi ... e ..., aventi ad oggetto l'impegno degli azionisti della società ... ad aderire all'offerta di scambio che sarà promossa dalla società ... e l'impegno di ciascun azionista, attuale o futuro, di ... a non cedere le azioni per un periodo decorrente dalla data di sottoscrizione degli accordi fino a 9 mesi dopo il giorno, non successivo al 31 gennaio 2001, in cui l'offerta di scambio sarà dichiarata efficace (*unconditional*).

Tale ultimo impegno riconduce gli accordi in questione ai patti "che pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse", previsti dall'art. 122, comma 5, lett. b), del TUF.

Alla fattispecie in esame, non è applicabile la comunicazione Consob (n. 29486 del 18.4.2000) con cui sono stati ritenuti estranei all'ambito di applicazione dell'art. 122 i c.d. accordi di *lock up*. L'esclusione riguardava accordi "funzionalmente collegati ai contratti di collocamento ... volti ad assicurare il buon esito di tale operazione" e a "garantire il successo delle ... operazioni di quotazione", nei quali, proprio per tale ragione, "l'obbligo a non vendere ... viene meno se c'è il consenso dei *global coordinators*(consenso che non può essere irragionevolmente negato)".

L'insieme di tali elementi non è presente nei contratti in questione, che sono irrevocabili e senza possibilità di eccezioni e non costituiscono accessori di un'operazione di collocamento; essi tutelano invece direttamente l'interesse dei principali soci delle due società a conoscere e stabilizzare l'assetto azionario della società emittente prima e dopo l'integrazione.

Non assume inoltre rilievo, per una eventuale esclusione degli accordi da quelli rilevanti ex art. 122 del TUF, la circostanza che di essi sia parte la società emittente le azioni, la quale fra l'altro non assume obbligazioni, in quanto la norma, come rilevato anche dalla maggioranza dei commentatori, non attribuisce rilievo, ai fini degli obblighi di pubblicità, alle parti ma ai contenuti degli accordi.

1.2. Oltre a costituire singolarmente patti rilevanti, gli impegni a non alienare le azioni assunti dall'azionista di controllo di ... e dai maggiori azionisti di ... sono collegati fra loro, tanto da determinare gli stessi effetti di un contratto plurilaterale.

Gli accordi presentano infatti i seguenti punti comuni:

- identità dell'obbligo assunto in relazione alla non alienazione di azioni ... per un certo periodo di tempo;
- identità del soggetto con cui l'obbligo viene contratto (...);
- presenza in essi di un unico presupposto di efficacia rappresentato dall'offerta di ...su azioni ..., in assenza della quale le obbligazioni assunte vengono meno;
- loro conclusione nel medesimo arco temporale¹.

In presenza dei punti in comune indicati, la Commissione ha già ritenuto (comunicazione n. 97/04673 del 27 maggio 1997 su Opa e privatizzazioni, emanata in occasione della privatizzazione ...) che vi sia "un collegamento negoziale fra i diversi contratti che determina gli stessi effetti di un accordo plurilaterale". In particolare gli elementi indicati nel secondo capoverso del punto 6.2. di tale comunicazione, quali indice di collegamento, sono tutti presenti anche nel caso di specie.

1.3. L'impegno, assunto dai paciscenti azionisti di ... con il medesimo accordo, a cedere le azioni in loro possesso nell'ambito dell'offerta di scambio promossa da ... e conseguentemente ad acquistare le azioni ... risultanti dal rapporto di concambio, non costituisce invece di per sé un patto parasociale, essendo piuttosto assimilabile a un contratto preliminare di compravendita, la cui appartenenza ai patti rilevanti è già stata esclusa con la citata Comunicazione Consob del 18.4.2000.

Vi è però un altro aspetto di tali impegni che può farli qualificare come un ulteriore patto parasociale, concluso fra i soli azionisti di Ciascun sottoscrittore dichiara di conoscere che l'efficacia dell'offerta di scambio è condizionata al ricevimento da parte dell'offerente di analoghi impegni irrevocabili a cedere le azioni, per una percentuale almeno pari al 50,1% del capitale ordinario esistente di Posto che i quattro soci, facenti capo a due gruppi, di ... in questione detengono appunto il 50,5% delle azioni ...e che, in cambio della cessione delle stesse riceveranno azioni ..., può fondatamente ritenersi esistente fra di essi uno dei patti "che prevedono l'acquisto delle azioni", rilevante ai sensi dell'art. 122, comma 5, lett. c) del TUF.

¹ Gli accordi sono stati conclusi alla medesima data del 7 settembre 2000, con l'eccezione di uno dei due che hanno come parte ..., concluso in data 29.9.2000, in sede di rettifica di un precedente accordo concluso anch'esso in data 7.9.2000, e di quello che ha come parte ..., concluso a soli 8 giorni di distanza, il 15.9.2000.

Infatti, la clausola negoziale che fa riferimento al collegamento esistente fra i diversi impegni, considerata alla luce della situazione complessiva in cui essi sono assunti, compresa l'esistenza di un accordo, su cui oltre, fra ... e ... circa la futura gestione della società quotata italiana, fanno ritenere presente un concerto tra i due gruppi principali azionisti di ..., volto a favorire il buon esito dell'offerta di ... e ad acquistare insieme le azioni di tale società.

1.4. Anche l'impegno assunto dall'azionista di controllo di diritto a votare nell'assemblea di ... a favore dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione e conferimento in natura, al servizio dell'offerta di scambio su azioni ..., costituisce, avendo ad oggetto l'esercizio del diritto di voto in assemblea, un patto parasociale. Non assume rilievo, per le ragioni già esposte, né che ne sia parte la società né che l'altra parte ... non sia (e non sarà) un azionista della società.

1.5. Ai tre patti parasociali finora individuati (rispettivamente di blocco, di acquisto concertato e di voto) se ne aggiunge un quarto, risultante dall'accordo tra ... e ..., che presenta inoltre problemi di legittimità e di corretta individuazione dei soggetti che assumono le obbligazioni in esso contenute.

L'accordo è stato concluso anch'esso in data 7 settembre ed ha ad oggetto i contenuti dell'offerta di scambio "amichevole" che ... promuoverà sulla totalità delle azioni ..., i programmi relativi alla ... dopo l'offerta e la gestione di ... dopo che l'offerta sia stata dichiarata incondizionata.

E' tale ultima parte dell'accordo, contenuta nel punto 9 del contratto (*Organisation and Management structure*), che costituisce un patto rilevante. Essa indica nominativamente i futuri membri del consiglio, suddivisi fra quelli (in tutto 5) di espressione ... e quelli (in tutto 4) di espressione ... (per due amministratori ... ed uno ..., l'indicazione è soggetta all'approvazione dei designati dell'altra parte). Nel testo non è presente alcuna formula dubitativa circa l'effettività di tale futura composizione del consiglio e, a differenza di quanto sembra potersi dedurre dal quesito, non è previsto alcun limite temporale alla permanenza in carica dei futuri amministratori di In particolare, tale limite non è deducibile dalla previsione sulle dimissioni di un amministratore (integrata da una *side letter*) che riguarda un aspetto secondario della pattuizione.

Il punto 9.2. dell'accordo regola altresì i rapporti che si instaureranno all'interno di un Comitato Esecutivo a tre, formato da ... (presidente), ... (amministratore delegato) ed un terzo a loro scelta, e stabilisce i rispettivi compiti e poteri di presidente e amministratore delegato, attribuendo una preminenza al primo su strategie e acquisizioni e al secondo che comunque risponde al primo, sulla gestione ordinaria.

Oggetto del patto ed effetto voluto dalle parti, è l'attribuzione, dopo l'offerta di scambio, all'attuale management delle due società interessate, espressione degli azionisti di controllo delle medesime società, di prerogative e poteri diversi in connessione alle diverse dimensioni delle partecipazioni che tali azionisti avranno in Considerati gli effetti che esso produce sulla gestione futura della società (sui quali si tornerà al successivo punto 2), l'accordo può farsi rientrare nell'ambito di quelli "aventi per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante sulla società", previsti dall'art. 122, comma 5, lett. d) del TUF.

La circostanza che il patto, almeno ad un primo esame, non vincoli azionisti della società ma suoi amministratori, non assume rilievo, per le ragioni già dette, ai fini della sua riconduzione all'art. 122, ma può invece far sorgere dubbi, la cui soluzione peraltro non appartiene all'ambito di competenza della Consob, circa la sua legittimità. L'accordo potrebbe infatti configurare, considerato anche il dettaglio delle previsioni sulla futura gestione di ... e la loro perentorietà, uno spossessamento delle prerogative spettanti agli azionisti e all'assemblea di ... per la nomina degli amministratori.

Fermo restando tale dubbio, è in realtà da verificare quali siano le effettive parti dell'accordo e se esso non vincoli anche soggetti diversi dalle due società. La perentorietà delle clausole riguardanti la nuova organizzazione di ... fa ritenere che i paciscenti confidino nel fatto che gli accordi conclusi vincolino, al di là della sua configurazione formale, il comportamento degli azionisti di riferimento.

In effetti entrambe le società sottoscrittrici sono rispettivamente controllate dai due principali futuri azionisti della società italiana (il ... e la ...), che insieme deterranno, secondo i dati forniti nel quesito, una partecipazione comunque superiore al 50 %. La ..., alla luce delle informazioni raccolte da questa Commissione, è da considerare indirettamente controllante di ..., in quanto la partecipazione complessivamente ascrivibile al suo gruppo (almeno pari al 43,73 %) gli dà la possibilità di eleggere da sola la maggioranza degli amministratori della società. Per aversi controllo di fatto, previsto in tutti i paesi dell'Unione Europea in attuazione della disciplina comunitaria, è sufficiente tale potenzialità, indipendentemente dal suo effettivo esercizio.

Inoltre, il ... e ..., che ha sottoscritto come legale rappresentante, i già citati impegni assunti con ... dalle società del gruppo ..., sono sottoscrittori dell'accordo fra le due società.

In presenza di tale sottoscrizione, la possibilità che essi vengano meno, come azionisti o legali rappresentanti degli azionisti, a quanto sottoscritto come amministratori sono praticamente nulle. Può allora ritenersi che, attraverso le proprie controllate, ... e ..., l'attuale controllante di diritto di ... e le società appartenenti al gruppo ... hanno concluso un accordo fra loro riguardante il futuro assetto della ... stessa, che configura un patto parasociale finalizzato all'esercizio dell'influenza dominante nella società. Esso è inoltre concluso con modalità tali da fornire garanzia anche all'azionista ..., in quanto suoi rappresentanti sono presenti nel management di ... che ha contribuito alla definizione dell'assetto futuro di

1.6. L'insieme degli accordi finora esaminati, presenta una parte contraente sempre identica (...) le altre parti facenti sempre capo ai gruppi ... e ..., che esprimono il management di ..., una medesima collocazione temporale, un medesimo presupposto di efficacia (l'offerta di scambio di ... sulla totalità della azioni ...), soggetti firmatari in gran parte coincidenti. Essi regolano le questioni che normalmente sorgono in occasione di un'integrazione fra due gruppi societari, di solito disciplinate da un unico documento; la separazione delle clausole fra vari testi e la distinzione dei soggetti sottoscrittori fra diverse entità individuali, comunque sempre facenti capo all'azionista di controllo di ... e ai due principali azionisti di ..., non può modificare la situazione sostanziale.

E' conseguentemente possibile ipotizzare un collegamento negoziale ed è comunque inevitabile considerare unitariamente le clausole di diversi accordi. Tale considerazione unitaria consente fra l'altro di intendere pienamente quali siano le ragioni che inducono le diverse parti ad assumere i vari impegni.

2. Valutazioni sull'obbligo di OPA

2.1. I vari impegni e accordi sottoscritti dalle parti garantiscono il buon esito dell'intera operazione ed il loro esame aiuta a ricostruirne il senso complessivo: il socio controllante di diritto si è impegnato a far entrare i maggiori azionisti ... nel capitale ..., offrendogli azioni rivenienti da un aumento di capitale in cambio di azioni ... e accettando contestualmente di ridurre la propria partecipazione e di aggregare nella gestione di ... i nuovi soci, con i quali ha concluso patti parasociali.

Vi è pertanto, senza alcuna soluzione di continuità, un soggetto che passa dalla maggioranza assoluta del capitale ad una partecipazione non più di maggioranza assoluta ma superiore al 30%, aggregata tramite patto a quella di nuovi soci che, a loro volta, hanno acquistato a titolo oneroso

tramite la medesima operazione che ha provocato la riduzione del precedente controllante di diritto; le partecipazioni così aggregate superano complessivamente il 50%.

Tale situazione va considerata alla luce di alcuni principi interpretativi generali delle norme in materia di acquisto di concerto, che di seguito si indicano, con l'avvertenza che la loro applicazione a casi concreti è possibile soltanto dopo aver verificato le diverse circostanze che possono caratterizzare ogni singola operazione e che possono riguardare, ad esempio, le effettive intenzioni delle parti, le dimensioni delle partecipazioni trasferite o acquistate, il significato da attribuire alle pattuizioni stipulate.

2.2. Ai sensi dell'art. 109, in presenza di acquisti a titolo oneroso contestuali alla conclusione di un patto parasociale, gli aderenti sono tenuti all'obbligo, indipendentemente dalla quota acquistata e da quella da ciascuno di essi singolarmente detenuta. L'unico presupposto è che essi, unitariamente considerati, "vengano a detenere" grazie all'operazione una partecipazione superiore alle soglie rilevanti ai sensi degli artt. 106 e 108.

Pur in assenza di un'esplicita previsione, l'uso dell'espressione "vengano a detenere" da parte dell'art. 109 rende necessario distinguere, da quella degli altri azionisti, la posizione del socio già controllante di diritto che per effetto dell'operazione che ha determinato l'acquisto da parte degli altri ha ridotto la propria partecipazione, rimanendo singolarmente al di sopra della soglia rilevante ed in grado di controllare di fatto la società.

Non può in particolare ritenersi che dall'art. 109 possa discendere automaticamente un obbligo di OPA ogni qual volta un azionista di controllo ceda, senza rinunciare ad esercitare una posizione dominante, una parte della sua partecipazione ad azionisti che concludono un patto parasociale con lui, vale a dire casi in cui non sorgerebbero gli interessi che la normativa italiana sulle OPA intende tutelare. Principi analoghi sono stati già affermati da questa Commissione con la Comunicazione n. 99061705 del 13.8.1999, concernente una fattispecie che presentava aspetti in comune con quella oggi in esame.

Conseguentemente non può ritenersi che venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia un azionista che già la deteneva prima dell'operazione e che assume in essa una posizione sostanziale di venditore di una parte minoritaria della propria partecipazione, sia tramite una semplice operazione di compravendita, sia, come nel caso di specie, tramite una combinazione tra un aumento di capitale con conferimento in natura e un patto parasociale da lui stesso decisa e organizzata.

D'altra parte, non può ritenersi che vengano a detenere la medesima partecipazione azionisti che, rimanendovi, singolarmente e unitariamente considerati, al di sotto, si aggregano al precedente controllante/venditore, che mantiene una posizione di influenza dominante all'interno della società.

2.3. Nel caso di specie, il precedente controllante di diritto manterrebbe una posizione di influenza dominante sia in ragione dell'entità della partecipazione residua sia in ragione del contenuto dei patti parasociali conclusi con i nuovi soci, posto che le circostanze di fatto indicate nel quesito vengano effettivamente confermate dal futuro svolgimento degli eventi.

In primo luogo è probabile che la partecipazione che egli manterrà dopo l'offerta (la cui effettiva entità dipende dal rapporto di concambio definitivo e dai risultati dell'offerta) sarà comunque idonea, da sola considerata, ad attribuirgli una posizione di controllo di fatto sull'assemblea ordinaria, ai sensi dell'art. 2359, primo comma, n. 2. c.c. in quanto egli potrebbe, anche senza l'accordo degli altri soci, eleggere da solo gli amministratori. Per aversi un tal genere di controllo

non è, come già detto, necessario il concreto esercizio della influenza dominante ma è sufficiente che si verifichi una situazione potenziale.

In secondo luogo, ogni accordo che consenta a un socio di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori è un accordo che attribuisce a tale socio una posizione di influenza dominante ex art. 93, comma 1, lett. b), del TUF, che comprende al suo interno anche tale ipotesi, presente nei testi previgenti da esso assorbiti e nella normativa comunitaria di riferimento. Nel caso di specie, grazie al patto e se le sue clausole verranno rispettate, il socio già controllante di diritto avrebbe di fatto indicato la maggioranza degli amministratori della stessa ... dopo l'offerta; inoltre lo stesso socio conserverebbe personalmente poteri estremamente ampi nell'ambito del comitato esecutivo della società.

Non sembra decisivo, per escludere tale situazione, che la nomina di alcuni amministratori sia vincolata a una approvazione da parte di altri soggetti (nel caso di specie gli amministratori designati dall'altra parte); si tratta infatti di previsioni che attribuiscono poteri esclusivamente interdittivi ma non propositivi, frequenti nell'ambito di patti parasociali aventi ad oggetto la nomina di amministratori che, ove ritenuta decisiva ai fini dell'esclusione di un'influenza dominante, condurrebbe a limitare drasticamente la possibilità di configurare patti che attribuiscono il controllo a uno degli aderenti.

La conservazione di una posizione di influenza dominante da parte del precedente controllante di diritto non sarebbe, per altro verso, sufficiente ad escludere un obbligo di offerta nel caso in cui i soci appartenenti ai due gruppi ... e ..., ex azionisti di ..., come visto uniti fra loro da un patto di acquisto concertato, superassero autonomamente la soglia del 30%; in tal caso infatti, la posizione del socio controllante di fatto, non configurerebbe l'ipotesi di esenzione dall'obbligo di offerta previste dall'art. 49, lett. a), del regolamento emittenti della Consob, che è applicabile soltanto qualora "altri soci" detengano una partecipazione di maggioranza assoluta.

IL PRESIDENTE
Luigi Spaventa