

Orientamenti Consob
(www.consob.it)
Patti parasociali – Società Quotate

Comunicazione n. DIS/99024712 del 31-3-1999	1
Comunicazione n. DIS/99061705 del 13-8-1999	3
Comunicazione n. DIS/29486 del 18-4-2000	6
Comunicazione n. DEM/DCE/75252 del 12-10-2000.....	15
Comunicazione n. DCL/DEM/85385 del 16-11-2000.....	19
Delibera n. 13198.....	25
CONTROLLO DI OLIMPIA E DI OLIVETTI: MOTIVAZIONI DELLA VALUTAZIONE	
CONSOB	28
Comunicazione n. DEM/2068311 del 21-10-2002.....	32
Comunicazione n. DEM/2069612 del 24-10-2002.....	40
Comunicazione n. DEM/3077483 del 28-11-2003.....	47
Comunicazione n. DEM/DCL/4073976 del 6-8-2004.....	59

Comunicazione n. DIS/99024712 del 31-3-1999

inviata alla banca ...

Oggetto: [Banca] - Quesito concernente la modifica dei patti parasociali della [Banca] e l'applicabilità della disciplina dell'opa obbligatoria di cui all'art. 109 del d.lgs. n. 58/98

Si fa riferimento al quesito inviato con nota del ... concernente l'applicabilità della disciplina dell'opa obbligatoria, prevista dall'art. 109 del d.lgs. n. 58/98 ("Testo Unico"), all'operazione di compravendita tra [il soggetto A] e [il soggetto B] di una partecipazione pari all' 8,75% del capitale della [banca] ("Banca") e al contestuale conferimento di tale partecipazione nei patti parasociali della Banca rilevanti ai sensi dell'art. 122 del Testo Unico.

Al riguardo si rappresenta che la fattispecie indicata, ai fini dell'eventuale ricorrenza degli obblighi di offerta, deve essere valutata alla luce del disposto dell'art. 109 del T.U. ed in particolare occorre verificare se l'acquisto operato [dal soggetto B] e il successivo conferimento delle azioni [della banca] ai patti parasociali costituisca ipotesi rilevante di acquisto di concerto.

In proposito si osserva quanto segue:

a) nella previsione dell'art. 109 del T.U. l'esistenza di un patto parasociale costituisce solo una delle ipotesi di collegamento fra più soggetti rilevante ai fini dell'obbligo solidale di offerta pubblica di acquisto, ma non comporta che ai fini dell'accertamento dei presupposti di detto obbligo (superamento delle soglie rilevanti) debba aversi riguardo solo alla quantità di azioni conferite al patto.

La suddetta disposizione attribuisce, pertanto, rilievo alle partecipazioni possedute complessivamente dagli aderenti al patto a prescindere se le stesse siano vincolate o meno allo stesso e al fine di verificare se vi sia "una partecipazione complessiva superiore alle percentuali"

rilevanti, si devono sommare le partecipazioni vincolate al patto con quelle che gli aderenti non vi hanno conferito.

Tale interpretazione è chiaramente desumibile dalla lettera della norma. Questa non precisa che "la partecipazione complessiva" detenuta dagli aderenti al patto sia quella vincolata allo stesso e, d'altra parte, non è dubbio che nelle altre ipotesi contemplate dal medesimo art. 109 "la partecipazione complessiva" deve essere riferita alla totalità delle azioni acquistate o possedute dai soggetti ivi indicati. Va osservato inoltre che, nella prassi, gli aderenti ai patti esercitano il diritto di voto relativo alle azioni possedute fuori patto in conformità ai vincoli derivanti dagli accordi - tenuto anche conto delle problematiche connesse all'ammissibilità del cd. voto divergente - e che, pertanto, una diversa interpretazione consentirebbe facili elusioni della norma in esame.

b) Ciò posto, con riferimento al caso concreto, si osserva che la partecipazione complessiva detenuta dagli aderenti al patto non si modificherà in modo rilevante a seguito dell'operazione enuncziata.

Infatti, secondo quanto pubblicato ai sensi del citato art. 122, attualmente gli aderenti ai patti di blocco e amministrazione detengono complessivamente una partecipazione pari al 28,1% conferita nel patto (18% il soggetto A, 8,1% di cui un 4,5% in obbligazioni convertibili [altro soggetto] e 2% [altro soggetto] alla quale si deve aggiungere la partecipazione dell'8,75% detenuta [soggetto A] fuori patto, per una percentuale complessiva pari al 36,76% del capitale della banca. Al riguardo si fa inoltre presente che le azioni del [soggetto A] definite "fuori patto" in realtà sono vincolate da un diritto di prelazione spettante agli altri due aderenti e che, pertanto, anche quest'ultime possono ritenersi conferite nel patto che pone limiti al trasferimento delle azioni e delle obbligazioni convertibili ("patto di blocco").

A seguito della modifica della composizione del patto, con il recesso di altro soggetto e l'adesione del [soggetto B], tutte le azioni degli aderenti saranno conferite nel patto e la percentuale complessiva passerà, secondo quanto rappresentato nel quesito, da circa il 36,76% a circa il 35,30% del capitale della banca il [soggetto A] 18,00%, il [soggetto B], altro soggetto 8,55% di cui 4,05% circa derivante dalle obbligazioni convertibili.

Può quindi concludersi che l'operazione in esame non solo non comporterà il superamento della soglia di possesso azionario rilevante ai fini dell'OPA da parte di un singolo aderente al patto, ma neppure lo comporterà da parte degli aderenti nel loro complesso.

c) Sotto altro profilo, si osserva, che a seguito del conferimento ai patti parasociali delle azioni acquistate dal [soggetto B] non si verificheranno modifiche sostanziali nella struttura e disciplina dei patti stessi, e quindi negli assetti di controllo della banca ..., tali da far ritenere che si sia in presenza di un patto nuovo e diverso dal precedente. Il [soggetto A], infatti, deterrà ancora la maggioranza delle azioni conferite nel patto e permarrà il suo potere di nomina della maggioranza degli amministratori. Anche da questo punto di vista è quindi da escludere che l'acquisto operato dal [soggetto B] assuma rilievo ai fini della fattispecie prevista dall'art. 109, comma 1, lett. a).

IL PRESIDENTE
Luigi Spaventa

Comunicazione n. DIS/99061705 del 13-8-1999

inviata alla banca ...

Oggetto: (...) - Quesiti concernenti l'applicabilità della disciplina dell'opa obbligatoria con riferimento all'ingresso di nuovi soci nel patto parasociale

Con nota del ... è stato chiesto il parere di questa Commissione sull'eventualità che, per effetto della prospettata offerta pubblica di scambio di azioni della [... società A ...] con azioni della [... società B ...] e dei conseguenti mutamenti che interverrebbero sia nel capitale sociale della stessa [... società A ...] sia nel patto parasociale che lega alcuni azionisti di tale società, possano sorgere obblighi di offerta pubblica di acquisto a carico degli aderenti al patto.

L'operazione, così come prospettata nella nota, comporterebbe che, per far luogo all'offerta di scambio, [... società A ...] deliberi anzitutto un aumento del proprio capitale. Ciò ridurrebbe proporzionalmente la quota di partecipazione degli aderenti al patto, che ora detengono oltre il 50% delle azioni ordinarie della società, i quali, per effetto del deliberato aumento di capitale, vedrebbero la loro partecipazione ridotta a circa il 37%. Subito dopo la conclusione dell'offerta, però, alcuni degli attuali soci della [... società B ...], avendo aderito all'offerta ed essendo divenuti soci di [... società A ...], conferirebbero anche le loro azioni all'anzidetto patto i cui partecipanti verrebbero così a detenere, complessivamente, poco più del 45% del capitale di [... società A ...]

Su tali premesse, sono stati formulati due diversi quesiti: l'uno volto a sapere se la modifica della composizione del patto di controllo di [... società A ...] possa determinare, a carico solidale di tutti gli aderenti, l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto totalitaria delle azioni della stessa società, a norma degli artt. 106, comma 1°, e 109 del d.lgs. n° 58/98 (c.d. Testo unico della finanza); l'altro diretto a stabilire se l'ipotizzata variazione della percentuale di partecipazione al capitale di [... società A ...] da parte dell'insieme degli aderenti al patto possa far sorgere un analogo obbligo di offerta pubblica di acquisto ai sensi degli artt. 106, comma 3°, lett. b), del Testo unico e 46 del regolamento Consob n° 11971 del 1999 (1).

Le questioni prospettate investono temi già in parte affrontati da questa Commissione in risposta ad altri quesiti (si veda la comunicazione n. DIS/99024712 del 31 marzo 1999, pubblicata sul Bollettino n° 3/99, p. 262), secondo un indirizzo che si ritiene di dover qui confermare.

Rispondendo al primo quesito 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.

Ciò premesso, la Commissione, in base a quanto rappresentato nella nota trasmessa, rileva che 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).

Non sembrano perciò ravvisabili, nel caso descritto, le condizioni per l'insorgere dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto ai sensi degli artt. 106, comma 1°, e 109 del Testo Unico.

La risposta al secondo dei quesiti sopra riferiti postula che, per le ragioni appena indicate, non si ravvisi soluzione di continuità tra il sindacato cui ora fa capo il controllo di [... società A ...] e quello risultante al termine della prevista operazione. Donde l'esigenza di valutare se il mutamento della percentuale di controllo unitariamente riferibile ai soci sindacati configuri un consolidamento di tale controllo e perciò determini un obbligo di offerta pubblica di acquisto.

Anche in questo caso la Commissione reputa che la risposta debba essere negativa.

E' vero, infatti, che la percentuale di partecipazione in [... società A ...] oggi facente capo ai soci sindacati sarebbe destinata a subire prima una riduzione (per effetto dell'aumento del capitale a servizio della suaccennata offerta pubblica di scambio) e poi un incremento (conseguente all'ingresso nel sindacato di nuovi soci che abbiano aderito all'offerta di scambio). Ma le due fasi vengono descritte come espressione di un'operazione unitariamente concepita, diretta all'integrazione di due gruppi bancari, sicché l'incremento percentuale della partecipazione - che di per sé configurerebbe un consolidamento del controllo - non può esser svincolato dalla precedente riduzione che ne costituisce il presupposto.

L'unitarietà dell'operazione induce quindi a considerare che non si è in presenza di un consolidamento, bensì di una riduzione della partecipazione complessiva dei soci sindacati al di sotto della preesistente maggioranza assoluta.

La fattispecie in esame non sembra perciò comportare obblighi di offerta neppure ai sensi degli artt. 106, comma 3°, lett. b), del Testo Unico e 46 del regolamento Consob n° 11971 del 1999.

p. IL PRESIDENTE
Renato Rordorf

1. La delibera e l'annesso regolamento sono pubblicati nel S.O. n. 100 alla Gazzetta Ufficiale della Repubblica n. 123 del 28.5.1999 ed, altresì in *CONSOB*, Bollettino n. 5/99.

Comunicazione n. DIS/29486 del 18-4-2000

inviata all'Assonime

Oggetto: Quesito concernente l'ambito di applicazione della disciplina dei patti parasociali di cui agli artt. 122 e 123 del Testo Unico con particolare riferimento agli accordi di *lock-up*

Si fa riferimento alla nota con la quale codesta Associazione ha sottoposto alla Consob un quesito avente ad oggetto la riconducibilità degli accordi c.d. di *lock-up* alla categoria dei patti parasociali di cui all'art. 122 del d.lgs. n. 58/98 ("Testo Unico").

In particolare nel quesito si fa riferimento a quegli accordi che, secondo una prassi consolidata, sono stipulati tra gli offerenti, lo *sponsor* e i coordinatori dei consorzi di collocamento nell'ambito delle procedure finalizzate alla quotazione di azioni su mercati regolamentati.

Tali accordi, che normalmente trovano sede nei contratti di collocamento quali specifiche clausole degli stessi ovvero in autonomi contratti funzionalmente collegati ai medesimi, hanno la funzione di assicurare "stabilità" al mercato degli strumenti finanziari "neo quotati" e si sostanziano nell'assunzione - da parte dei soggetti offerenti o comunque possessori delle azioni - di impegni a non alienare, dare in pegno o, in generale, disporre delle azioni possedute, per un determinato periodo successivo alla quotazione, ovvero a non esercitare il diritto di voto nelle assemblee convocate per deliberare su nuove emissioni di azioni.

Secondo codesta Associazione i descritti accordi, non sembrano poter essere qualificati come "patti parasociali" ai sensi dell'art. 122 del Testo unico e, pertanto, assoggettati alla disciplina di cui agli artt. 122 e ss. dello stesso Testo Unico. Al riguardo codesta Associazione chiede di conoscere il parere della Consob.

* * * *

Si rende noto che è stato sottoposto alla Consob un ulteriore quesito relativo all'ambito di applicazione della disciplina dei patti parasociali di cui al citato art. 122, con particolare riferimento oltre che ai suddetti accordi di *lock-up*, ai contratti di compravendita (a pronti o a termine), ai contratti *futures*, ai contratti di opzione *put* e *call* nonché agli accordi c.d. di *overallotmentoptions*.

Considerata l'omogeneità dell'oggetto del citato quesito con quello formulato da codesta Associazione e considerata l'esigenza di effettuare una valutazione complessiva della definizione dei patti parasociali di cui all'art. 122, al fine di individuare in via generale i limiti di applicabilità della stessa, questa Commissione si è pronunciata congiuntamente sui medesimi quesiti. Pertanto, per una trattazione completa della materia, nella presente nota verranno rappresentate anche le pronuncie relative alle fattispecie contrattuali diverse dai *lock-up*.

* * * *

1. Premessa

Come noto l'art. 122 (*Patti Parasociali*) prevede specifici obblighi di pubblicità per gli accordi parasociali relativi alle società quotate e alle loro controllanti e più precisamente:

- comunicazione alla Consob entro 5 gg. dalla stipulazione;

- pubblicazione per estratto sulla stampa quotidiana entro 10 gg. dalla stipulazione;
- deposito presso il registro delle imprese entro 15 gg. dalla stipulazione.

Inoltre l'art. 123 prevede per i patti indicati nell'art. 122 una particolare disciplina relativa alla durata (se a tempo determinato, durata massima di tre anni e sostituzione automatica del termine nel caso di previsione di un termine maggiore, se a tempo indeterminato, diritto di recesso con preavviso di sei mesi) e al diritto di recesso in caso di promozione di un offerta pubblica di acquisto e/o scambio ai sensi dell'art. 106 e 107.

Tale disciplina è applicabile a:

- i) "I patti, in qualsiasi forma stipulati, aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società quotate e nelle società che le controllano" (comma 1);
- ii) "patti in qualunque forma stipulati:
 - a) che istituiscono obblighi di preventiva consultazione per l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano;
 - b) che pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse;
 - c) che prevedono l'acquisto delle azioni o degli strumenti finanziari previsti dalla lettera b);
 - d) aventi per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società" (comma 5).

Nel Testo Unico, in base ad una precisa scelta di tecnica legislativa, non è stata data una definizione generale di accordo parasociale in considerazione del fatto che tali patti rappresentano un fenomeno già conosciuto dal nostro ordinamento e che tale definizione non era necessaria ai fini della disciplina in esame: con il Testo Unico, infatti, non si è addivenuti ad una regolamentazione dei profili strutturali degli accordi parasociali ma, in attuazione dell'art. 21 della legge delega n. 52/96 (1), si è inteso modificare la disciplina dei patti di sindacato degli emittenti titoli negoziati nei mercati regolamentati "... secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza".

In particolare, in un ottica di tutela degli investitori e degli azionisti di minoranza, si è inteso disciplinare quei profili delle convenzioni parasociali che maggiormente rilevano per gli assetti proprietari delle società quotate: la pubblicità e la durata. Con la previsione di un regime di pubblicità si è inteso garantire l'assoluta trasparenza degli assetti proprietari e di controllo delle società quotate, con la disciplina della durata e del recesso in presenza di un'opa si è inteso valorizzare la contendibilità del controllo attraverso una giusta mediazione tra l'interesse degli azionisti imprenditori ad organizzare maggioranze stabili e la necessità di evitare la cristallizzazione di posizioni di potere nelle mani di soci che non detengono individualmente la maggioranza del capitale.

Non può escludersi, infine, che la scelta di non adottare un definizione generale di patto parasociale sia stata determinata in parte anche dalla oggettiva difficoltà di individuare degli elementi strutturali che consentano di ricomprendere all'interno di categorie rigide la pluralità di configurazioni che nella prassi assumono i sindacati azionari.

L'art. 122 elenca, pertanto, un'ampia tipologia di accordi cui si applica la disciplina in oggetto. Tuttavia, mentre alcune formulazioni individuano chiaramente alcuni patti "tipici" quali i patti di voto (art. 122, comma 1) ovvero i patti di consultazione (art. 122, comma 5, lett a), più complesso appare individuare l'ambito di applicabilità delle disposizioni di cui alle lettere b), c), d), considerata l'ampia formulazione utilizzata.

A tal fine, si precisa quanto segue. L'art. 122 per individuare i patti parasociali rilevanti ai fini di tale normativa indica espressamente gli effetti di tali contratti (ad es. "*patti...che pongono limiti al trasferimento delle azioni o di strumenti finanziari*"): pertanto affinché dei contratti possano essere qualificati come parasociali, ai sensi dell'art. 122, occorrerà necessariamente che producano gli effetti indicati nella medesima norma. Tuttavia quest'ultimo costituisce un elemento necessario ma non sufficiente per individuare degli accordi parasociali. L'ulteriore elemento necessario è che il contratto persegua la funzione propria dei patti parasociali: funzione che, come noto, può essere sinteticamente individuata nello scopo di dare un indirizzo unitario all'organizzazione e alla gestione sociale (ad es. attraverso accordi sul voto ovvero obblighi di preventiva consultazione) e nello scopo di "cristallizzare" determinati assetti proprietari (ad es. attraverso accordi blocco, di prelazione o di covendita).

Tale interpretazione, secondo la quale la disciplina in esame è applicabile solo ai patti che hanno per oggetto o per effetto quanto indicato nell'art. 122 e che si caratterizzano per l'incidenza sugli assetti proprietari delle società quotate, è confortata dalla *ratio* sottesa alla medesima disciplina.

L'art. 91 del Testo Unico individua nell'efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali gli obiettivi a cui deve tendere l'intera disciplina degli emittenti quotati. Le regole legislative e quelle stabilite dalla Consob in materia di patti parasociali appaiono sicuramente coerenti con le predette finalità.

L'art. 122, infatti, garantisce l'assoluta trasparenza sugli assetti proprietari delle società quotate costituendo, da un lato, uno strumento primario di tutela delle minoranze azionarie e del pubblico dei risparmiatori in genere e consentendo, dall'altro, a coloro che hanno delle mire su una società quotata di conoscere l'effettiva contendibilità della stessa.

L'art. 123, invece, relativo alla durata dei patti e alla facoltà di recesso in caso di opa, è chiaramente diretto a incrementare la contendibilità del controllo delle società quotate perseguendo in tal modo "l'efficienza del mercato del controllo societario".

Si ritiene, pertanto, che soltanto quegli accordi che, oltre a produrre i predetti effetti, hanno lo scopo di incidere sugli assetti proprietari e sulla contendibilità del controllo degli emittenti quotati, assumano rilevanza ai fini della disciplina in esame.

Ciò posto, si rappresentano di seguito le valutazioni di questa Commissione in merito all'applicabilità degli artt. 122 e 123 del Testo Unico agli accordi di *lock-up*, ai c.d. accordi di *overallotment options*, ai contratti di compravendita (a pronti o a termine), ai contratti *futures* e ai contratti di opzione *put* e *call*.

2. Accordi di *lock-up* e *overallotment options*

2.1 Accordi di *lock-up*

Come rappresentato anche da codesta Associazione, quasi nella totalità delle offerte finalizzate alla quotazione vengono stipulati tra gli offerenti (e talvolta lo stesso emittente), lo *sponsor* e i responsabili dei consorzi di collocamento, degli accordi di *lock-up*.

Si tratta di contratti i cui contenuti estremamente sintetici sono ormai nella prassi pressoché standardizzati: prevedono gli impegni degli offerenti a non alienare, dare in usufrutto, dare in pegno e comunque a non disporre delle azioni rimaste in loro proprietà in esito all'offerta globale, per un periodo di tempo predeterminato, senza il preventivo consenso scritto dei responsabili dei consorzi di collocamento (anche in nome e per conto degli altri membri dei consorzi), consenso che si prevede non possa essere irragionevolmente negato.

Inoltre tali accordi prevedono che gli offerenti non possano, per un determinato periodo di tempo, solitamente coincidente con quello di durata delle altre obbligazioni, votare ovvero proporre all'assemblea dell'emittente aumenti di capitale ed emissioni di obbligazioni convertibili o comunque di strumenti finanziari che danno diritto di acquistare o sottoscrivere azioni, senza il preventivo consenso scritto dei responsabili dei consorzi di collocamento.

Talvolta, come detto, gli accordi sono sottoscritti anche dagli emittenti, che si impegnano, per il medesimo periodo, a non deliberare le suddette operazioni straordinarie ovvero a non vendere le azioni proprie eventualmente possedute.

La durata di tali impegni solitamente è di 120, 180 gg. fino ad un massimo di 12 mesi dalla data di stipula dell'accordo o dalla data di inizio delle negoziazioni delle azioni offerte.

Ciò posto, si rappresenta quanto segue. Tali accordi prevedono degli impegni a "non votare" a favore di alcune delibere straordinarie e, pertanto, sembrano avere ad oggetto quanto indicato nell'art. 122, comma 1: i patti, in qualsiasi forma stipulati, aventi ad oggetto l'esercizio del diritto di voto.

Nello stesso tempo contengono delle clausole che obbligano gli offerenti a non cedere o comunque disporre delle azioni possedute per un determinato periodo di tempo e, pertanto, appaiono altresì idonei a produrre gli effetti di cui alla lettera b), comma 5, del citato articolo: i patti, in qualsiasi forma stipulati, che pongono limiti al trasferimento delle azioni o degli strumenti finanziari che danno diritto di acquistare o sottoscrivere quest'ultime.

Tuttavia, come rilevato nella nota di codesta Associazione, la funzione (ossia la causa concreta) di tali contratti è diversa da quella che solitamente viene attribuita ai patti parasociali.

I *lock-up*, come spesso è precisato nelle premesse di tali contratti, hanno lo scopo di stabilizzare l'andamento dei titoli nel periodo immediatamente successivo all'inizio delle negoziazioni, o meglio, sono volti ad evitare oscillazioni negative dei prezzi delle azioni, successivamente alla chiusura delle offerte globali, per effetto dell'immissione sul mercato di ulteriori azioni rispetto a quelle collocate con le medesime offerte. Tali accordi sono, infatti, funzionalmente collegati ai contratti di collocamento e sono volti ad assicurare il buon esito di tale operazione.

Non a caso degli accordi in questione si dà notizia - richiamando il loro contenuto - nella parte del prospetto relativa alle informazioni sull'offerta, contenente altresì informazioni sull'eventuale attività di stabilizzazione da effettuare nel primo periodo di quotazione, e non nella parte relativa agli assetti proprietari dell'emittente che richiede le informazioni sull'azionariato e sui patti parasociali.

La diversità di funzione di tali patti rispetto agli accordi di voto e di blocco "tipicamente" parasociali è rilevabile altresì da altri elementi di natura strutturale: i soggetti stipulanti non sono i soci ovvero futuri soci che concordano l'acquisto di azioni, ma i soci offerenti, gli emittenti stessi e i coordinatori del collocamento; sono contratti con obbligazioni a carico solo di uno o alcuni aderenti (a carico del/degli offerenti e talvolta dell'emittente ma non del responsabile del collocamento); la loro durata è limitata al massimo al periodo di un anno dalla quotazione; sono inseriti nei contratti di collocamento come clausole degli stessi ovvero sono autonomi contratti ma funzionalmente collegati ai contratti di collocamento; l'obbligo a non vendere e così il divieto di votare a favore di aumenti di capitale viene meno se c'è il consenso dei *global coordinators* (consenso che non può essere irragionevolmente negato).

Si rileva infine che la finalità di stabilizzazione dei titoli neoquotati sottesa a tali accordi può essere confermata anche dalla similitudine degli obblighi assunti dagli offerenti nei confronti del responsabile del collocamento con gli impegni temporanei che alcuni azionisti, nonché gli amministratori e i dirigenti, di società quotande al Nuovo Mercato devono assumere per un periodo solitamente di un'anno dalla data di inizio delle negoziazioni. Tali impegni, previsti dall'art. 2.2.3 del Regolamento del Nuovo Mercato organizzato e gestito dalla Borsa Italiana S.p.A., sono assunti nei confronti della Borsa Italiana durante la procedura di ammissione e generalmente prevedono l'obbligo a non compiere operazioni aventi ad oggetto l'80% delle azioni ordinarie possedute alla data di inizio delle negoziazioni: finalità di tali impegni è il garantire la stabilità dei titoli nel periodo immediatamente successivo alla quotazione.

Ciò considerato, si può ritenere che negli accordi di *lock-up* gli obblighi relativi all'esercizio del diritto di voto non siano volti ad incidere sugli assetti di potere delle quotate e così le clausole relative al divieto di vendita non perseguano l'obiettivo di stabilizzare determinati assetti proprietari.

Pertanto, benché tali accordi producano gli effetti esplicitamente indicati nell'art. 122, tuttavia non presentano il secondo elemento ritenuto necessario per individuare i patti parasociali: la funzione "tipica" di tali accordi, come sopra individuata. Conseguentemente, agli stessi non sarà applicabile la disciplina di cui agli artt. 122 e 123 del Testo Unico.

Con particolare riferimento all'applicabilità dell'art. 123, si sottolinea inoltre che, poiché si ritiene che il caso della promozione di un'opa sia una delle ipotesi in cui il consenso alla cessione non possa essere irragionevolmente negato dai *global coordinators*, la previsione del recesso in caso di opa contenuta nella predetta norma risulta altresì non funzionale rispetto agli accordi in questione.

In conclusione, si ritiene che gli accordi di *lock-up* non possano essere qualificati come patti parasociali ai sensi dell'art. 122 del Testo Unico e che agli stessi non sia applicabile la relativa disciplina, fermo restando che di tali accordi, strettamente collegati alle operazioni di collocamento e rilevanti per il mercato anche per i riflessi sulle quotazioni, verrà data notizia nei prospetti di sollecitazione/quotazione e che questa Commissione si riserva di valutare se richiedere ulteriori forme di pubblicità che consentano la conoscibilità dell'esistenza e del contenuto degli stessi per l'intera loro durata.

2.2 Accordi di *over allotment options*

Sempre con riferimento ai patti stipulati nell'ambito delle offerte finalizzate alla quotazione, questa Commissione, è stata investita di un quesito con il quale si chiede di sapere se nella tipologia dei patti di cui all'art. art. 122, comma 5, lett. c) del Testo Unico (*patti, in qualsiasi forma stipulati, che*

prevedono l'acquisto delle azioni o degli strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse) rientrino i patti di *overallotment options* intendendo con essi le *cd. greenshoe*.

Tali accordi sono solitamente inseriti, come gli accordi di *lock-up*, nei contratti di collocamento e si sostanziano in opzioni concesse dagli offerenti al responsabile dell'offerta globale (anche in nome e per conto dei membri del consorzio per l'offerta agli investitori istituzionali), per l'acquisto o la sottoscrizione, ad un prezzo prefissato (solitamente il prezzo dell'offerta pubblica) di ulteriori azioni da allocare presso i destinatari dell'offerta istituzionale.

Tale opzione viene esercitata nell'ipotesi in cui vi sia, da parte degli investitori istituzionali, una richiesta superiore al quantitativo loro destinato nell'offerta globale ed è previsto che debba essere esercitata entro i trenta giorni successivi alla data di inizio delle negoziazioni.

Si ritiene che tale contratto, che si sostanzia in un'opzione di acquisto o di sottoscrizione, non possa configurare la tipologia di patti sopra indicati per le motivazioni che verranno rappresentate nel paragrafo successivo con riferimento alle opzioni *put* e *call*.

Con particolare riguardo alle opzioni in esame, si rappresenta inoltre che si tratta di opzioni di breve durata (di solito 30 giorni) che hanno lo scopo di soddisfare, almeno in parte, un *surplus* di richiesta di titoli da parte degli investitori istituzionali e che quindi, come contratti, sono caratterizzati da una causa diversa da quella che solitamente contraddistingue le pattuizioni parasociali. Pertanto, finora tali contratti non sono mai stati fatti pubblicare come patti parasociali ma ad essi, essendo contratti funzionalmente collegati all'offerta, è stata data adeguata pubblicità nei prospetti di sollecitazione e/o quotazione in un apposito paragrafo inserito nel capitolo relativo alle informazioni sull'offerta. In conclusione, si ritiene che, agli accordi di *overallotment options* (intesi come le *c.d. greenshoe*), non sia applicabile la disciplina in esame.

3. Contratti di compravendita, preliminari di vendita, opzioni *put* e *call*, contratti *futures*

A questa Commissione è stato, infine, chiesto se i contratti di vendita a pronti o a termini, i contratti di opzione *cd. put* e *call* ovvero i contratti *futures* rientrino nell'ambito di applicazione dell'art. 122 e, più precisamente, se rientrino nella definizione di cui alla citata lettera c) (*patti, in qualsiasi forma stipulati, che prevedono l'acquisto delle azioni o degli strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse*).

Quest'ultima disposizione, come già accennato, presenta difficoltà di tipo interpretativo. L'estrema ampiezza della formulazione testuale, infatti, è idonea, di per sé, a concernere qualsiasi patto che preveda l'acquisto di azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle azioni. Pertanto, attenendosi al solo dato letterale, dovrebbe essere ricondotto alla fattispecie in esame ogni contratto di trasferimento di azioni.

Tuttavia appare evidente come non possano essere considerati patti parasociali i contratti di compravendita di azioni: i patti parasociali sono contratti atipici che non hanno in alcun modo effetti traslativi della proprietà o di un altro diritto e l'interesse che perseguono (vale a dire la causa del contratto) consiste nel dare un indirizzo unitario all'organizzazione e alla gestione sociale e a "cristallizzare" determinati assetti proprietari; i contratti di compravendita, invece, sono contratti tipici ad efficacia reale, immediata o differita, che hanno come funzione il trasferimento della proprietà delle azioni a fronte del pagamento di un prezzo.

Da ciò deriva che ai fini della trasparenza e dell'efficienza del mercato del controllo societario non rileva la pubblicazione del contratto di compravendita in sé, in quanto non sono le clausole di tale contratto ad incidere sugli assetti di potere di una società, ma eventualmente rilevano gli effetti dello stesso.

Infatti, nell'ambito del sistema dell'informativa societaria relativa agli assetti proprietari, la compravendita di azioni è già oggetto di specifici obblighi di *disclosure*. Come noto, viene data pubblicità agli effetti di tali contratti (e non al negozio di trasferimento in quanto tale, che ai fini della disciplina degli assetti proprietari rimane irrilevante), qualora vi sia un superamento di determinate soglie, mediante gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti di cui al citato art. 120. Infine, nell'ipotesi in cui vengano ceduti partecipazioni che fanno acquisire o dismettere il controllo di una società quotata, alla data di stipula del contratto ovvero dell'eventuale preliminare, verrà data notizia al pubblico mediante il comunicato sui fatti rilevanti di cui all'art. 66 del Regolamento.

Vale inoltre osservare che nell'ipotesi in cui si propendesse per una diversa interpretazione della norma, non solo si avrebbe l'effetto di estendere gli obblighi di pubblicità previsti per i patti parasociali a tutti i contratti di compravendita (a pronti e a termine, in borsa e fuori borsa, aventi ad oggetto azioni o strumenti finanziari che danno diritto di acquistare o di sottoscrivere azioni), inondando il mercato di informazioni che risulterebbero fuorvianti, ma agli stessi sarebbe applicabile la disciplina di cui all'art. 123 (che richiama i patti di cui all'art. 122).

Posto che la disposizione sulla durata dei patti sarebbe difficilmente applicabile ai contratti di compravendita solitamente indicati come tipico esempio di contratti ad esecuzione istantanea - a meno che non si voglia ritenere che il termine sia applicabile ai contratti di vendita a termine (contratti ad esecuzione differita) - si arriverebbe alla assurda situazione di ammettere il recesso da tali contratti in caso di promozione di un'opa ex art. 106 o 107.

Come già rappresentato le previsioni di cui all'art. 123 sono volte a soddisfare una delle esigenze proprie del mercato mobiliare: l'individuazione di un punto di equilibrio tra la stabilità e la contendibilità degli assetti proprietari. Poiché i contratti di compravendita anche a termine non incidono in alcun modo su tali aspetti (2) non vi sarebbe alcuna *ratio* per l'applicazione di tale norma.

Del resto la disposizione relativa al recesso per aderire ad un'offerta, in quanto limitativa dell'autonomia negoziale dei privati e derogatoria del principio generale *pacta sunt servanda*, deve considerarsi come norma di stretta interpretazione ed essere limitata alle sole ipotesi in cui essa sia effettivamente funzionale ai predetti scopi.

Sulla base delle considerazioni sopra esposte, si ritiene che, al fine di individuare i patti che rientrano nella definizione di cui alla lettera c), comma 5, dell'art. 122, occorra far riferimento alla *ratio* della disciplina in esame e circoscrivere, così, l'applicabilità ai soli patti per i quali abbia un senso l'applicabilità di tale disciplina.

Si ritiene, pertanto, che "patti che prevedono l'acquisto" siano i patti con cui si concorda l'acquisto da terzi di azioni di una quotata o della sua controllante da parte di uno, più o tutti i paciscenti e che, pertanto, benché il testo vigente dell'art. 122, rispetto al testo contemplato nel progetto preliminare, abbia eliminato il riferimento all'acquisto di concerto, la norma implicitamente faccia riferimento ad un "concerto" che abbia ad oggetto un acquisto.

Nel senso di considerare i predetti patti come accordi con i quali si concerta un acquisto, si è pronunciata la dottrina maggioritaria. Si aggiunga, peraltro che, come sostenuto da autorevole dottrina, tali accordi rilevano non solo se sono stipulati tra soggetti già soci ma anche tra non soci, con la precisazione che solitamente tali accordi sono accompagnati da patti concernenti la futura gestione in comune delle azioni che verranno acquisite (3).

Per le medesime argomentazioni sopra svolte si ritiene che la definizione di cui alla citata lettera c) non possa ricomprendere neppure i contratti preliminari di vendita e i contratti *futures*: tali contratti, infatti, non sono patti con cui si "concerta" un acquisto nel senso sopra rappresentato.

Si ritiene, infine, che i contratti di vendita a termine, i contratti *futures* e i preliminari di vendita non possano neppure essere ricompresi nella tipologia di cui alla lettera b) (patti in qualunque forma stipulati che pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse).

I contratti di vendita a termine, infatti, non impongono al venditore di non disporre delle azioni oggetto del contratto ma esclusivamente di consegnare la stessa quantità e categoria di azioni indicate nel contratto alla data prefissata per la liquidazione. Per i contratti *futures* su azioni, premesso che soprattutto per i *financial futures* è raro che un contratto si concluda con l'effettiva consegna del bene, vale lo stesso discorso e, pertanto, anch'essi non possono essere considerati patti che limitano il trasferimento di azioni. Anche i preliminari di vendita non impongono un vincolo di indisponibilità delle azioni ma obbligano esclusivamente il promittente venditore a stipulare successivamente il contratto definitivo, entro una certa data o al verificarsi di un certo evento, e, conseguentemente, ad avere la disponibilità del quantitativo di azioni richiesto dal promittente acquirente alla data prevista per il trasferimento.

Ciò non esclude che nei preliminari di vendita o nei contratti di vendita a termine possano essere contenute delle clausole che limitano la trasferibilità delle azioni fino alla data del trasferimento o che prevedano il deposito vincolato delle stesse, in tal caso tali clausole, come qualsiasi altra che possa configurare una pattuizione parasociale, saranno soggette alla disciplina in esame.

Con riferimento ai contratti di opzione *put* e *call* su azioni o su strumenti finanziari che danno il diritto di acquistare o sottoscrivere azioni valgono le medesime argomentazioni sopra rappresentate.

Più precisamente si tratta di contratti che conferiscono il diritto di acquistare (*call*) o vendere (*put*) una determinata quantità di titoli ad un prezzo stabilito e a una certa data o entro un determinato periodo, e che, quindi, non rientrano nella tipologia prevista dalla citata lett. c) la quale, come rappresentato, si riferisce agli accordi per gli acquisti concertati. Ugualmente tali contratti non rientrano nella tipologia di cui alla lettera b) in quanto gli stessi non obbligano a rendere indisponibili le azioni oggetto dell'opzione, a meno che contengano specifiche clausole in tal senso e in tal caso quest'ultime dovranno essere pubblicate come accordi di blocco.

Un altro elemento da considerare è la circostanza che le opzioni di acquisto o vendita sono già oggetto della disciplina sulle partecipazioni rilevanti di cui all'art. 120. Come noto, infatti, poiché la conoscenza delle opzioni *put* e *call* su partecipazioni di una certa rilevanza può risultare importante ai fini della trasparenza su future ed eventuali modifiche degli assetti proprietari, nell'art. 119 del Regolamento è previsto l'obbligo di comunicazione delle c.d. partecipazioni potenziali nel caso di superamento di particolari soglie (per mezzo di accordi con i quali "si possono acquistare o vendere" azioni "di propria iniziativa").

Al riguardo si precisa che tale disposizione, attuativa della direttiva comunitaria sulle partecipazioni importanti n. 88/627 e funzionale ad una visione dinamica della trasparenza proprietaria, si riferisce alle opzioni che danno diritto di acquistare o vendere azioni con diritto di voto e che, anche in pendenza della previgente disciplina, tali contratti erano resi noti al mercato non mediante l'obbligo di comunicazione degli accordi parasociali di cui all'art. 10, comma 4 della legge n. 149/92, ma con l'obbligo relativo alle partecipazioni rilevanti di cui all'art. 1/5 *bis* della legge n. 216/74, sostanzialmente riprodotto nel citato art. 119 del Regolamento.

4. Conclusioni

Con riferimento agli accordi di *lock up*, considerato che la funzione economica di tali accordi non è quella di incidere sugli assetti proprietari delle società quotate ma di stabilizzare le azioni nel periodo immediatamente successivo all'inizio delle negoziazioni, al fine di garantire il successo delle stesse operazioni di quotazione, si ritiene che gli stessi non possano essere considerati dei patti parasociali. Pertanto, a tali accordi non si ritiene applicabile la disciplina di cui agli artt. 122 e 123 del Testo Unico e la pubblicità degli stessi sarà garantita dalle informazioni contenute nel prospetto di sollecitazione/quotazione.

La predetta disciplina si ritiene altresì non applicabile ai contratti di compravendita, ai preliminari di vendita, ai contratti *futures*, alle opzioni *put* e *call* e, infine, alle *c.d. overallotment options*, a meno che tali contratti non contengano specifiche clausole definibili come "parasociali", in quanto conformi alle tipologie indicate nell'art. 122, così come sopra interpretate (ad es. clausole di blocco, di consultazione, acquisto concertato ecc.). In tal caso saranno tali clausole ad essere soggette al regime di pubblicità e alle ulteriori disposizioni previste dal Testo Unico per i patti parasociali.

IL PRESIDENTE
Luigi Spaventa

1. Più precisamente il comma 4 di tale norma prevede che, in sede di riordinamento normativo delle materie concernenti gli intermediari, i mercati finanziari e mobiliari e gli altri aspetti comunque connessi, "potrà essere modificata la disciplina relativa alle società emittenti titoli negoziati nei mercati regolamentati, con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle minoranze, ai sindacati di voto e ai rapporti di gruppo, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza".

2. In quanto nei contratti di compravendita ad esecuzione immediata il nuovo proprietario potrà aderire liberamente all'offerta e nei casi di contratti a termine il venditore potrebbe aderire all'offerta fermo restando l'obbligo di riacquistare il quantitativo di azioni oggetto della vendita prima della data prevista per il trasferimento.

3. L'interpretazione secondo la quale possono essere considerati patti parasociali anche i patti stipulati tra alcuni soci e soggetti terzi ovvero tra futuri soci può tra l'altro essere confermata dall'art. 10, comma 4 della legge n. 149/92, ora abrogato, il quale originariamente prevedeva la pubblicità degli "accordi tra soci in qualsiasi forma stipulati..." e che successivamente fu modificato eliminando le parole "tra soci" proprio per tenere conto di tale categoria di patti.

Comunicazione n. DEM/DCE/75252 del 12-10-2000

inviata allo studio legale ... e alla società

Oggetto: Patto parasociale e opa obbligatoria - risposta a quesito

Con nota dell'... codesto Studio legale formulava, per conto della ..., alcuni quesiti relativi alle disposizioni in materia di patti parasociali ed Opa obbligatoria contenute nel d.lgs. n. 58/98 (TUF).

La situazione riguardava in particolare le conseguenze della mancata pubblicazione ai sensi dell'art. 122 del TUF di un patto parasociale, avente ad oggetto più del 30% delle azioni ordinarie della società, stipulato da due soci prima della quotazione, con efficacia sospensivamente condizionata all'ammissione alle negoziazioni delle azioni, avvenuta in data

Anche se del patto era stata data notizia nel prospetto informativo relativo all'offerta pubblica finalizzata alla quotazione, dalla data di inizio delle negoziazioni decorrevano i termini per l'adempimento agli obblighi previsti dall'art. 122, vale a dire la comunicazione alla Consob, la pubblicazione sulla stampa per estratto e il deposito del patto presso il registro delle imprese rispettivamente entro cinque, dieci e quindici giorni.

Poiché gli aderenti all'accordo non hanno provveduto a darne pubblicità nei termini suddetti, il patto era da considerarsi nullo, secondo il disposto dell'art. 122, comma 3, del TUF.

Il primo quesito posto da codesto Studio legale riguarda la possibilità di considerare la nullità del patto sanabile tramite l'adempimento tardivo agli obblighi di pubblicazione; a sostegno è citata la posizione in tal senso espressa nelle motivazioni di un decreto emanato, in data 31.1.2000, dal Giudice del Registro del Tribunale di

Inoltre, qualora si dovesse concludere per l'insanabilità della nullità prevista dalla norma citata, codesto Studio ipotizza la stipulazione di un altro patto di sindacato, di contenuto identico, seguito dall'immediato adempimento degli obblighi contenuti nell'art. 122 del TUF.

In proposito codesto Studio evidenzia che:

- il patto aggregerebbe una partecipazione superiore al trenta per cento;
- uno dei due aderenti ha acquistato una partecipazione pari al 22% nel febbraio 2000, e cioè meno di dodici mesi antecedenti alla stipulazione (o all'eventuale ripetizione) del patto, anche se prima della quotazione.

Ne consegue l'ulteriore quesito circa l'applicabilità in tal caso dell'obbligo di offerta previsto dall'art. 106 del TUF in ragione della presenza di un acquisto di concerto rilevante ai sensi del successivo art. 109, comma 2. In particolare viene richiesto:

- se il disposto dell'art. 109 del TUF debba essere interpretato nel senso che l'obbligo di promuovere l'opa scatti anche in capo agli aderenti a un patto parasociale i quali siano giunti a detenere la partecipazione superiore al 30% a seguito di acquisti di azioni eseguiti nei dodici mesi precedenti la stipulazione dell'accordo ma prima dell'ammissione alla quotazione;

- se la ripetizione (o il rinnovo) di un patto parasociale nullo di cui sia stata data comunicazione al mercato debba essere considerata un patto parasociale "nuovo" tale da far scattare l'obbligo di OPA.

Si fornisce di seguito, in primo luogo, risposta ai quesiti sull'esistenza dell'obbligo di offerta, che è materia di diretta competenza di questa Commissione; successivamente si forniscono alcuni chiarimenti sull'ambito temporale di operatività del divieto di esercitare il diritto di voto conseguente alla nullità dei patti, fermo restando che una decisione sul punto non rientra fra i compiti istituzionali della Consob, trattandosi di questione civilistica su cui spetta al giudice dirimere eventuali controversie.

1. Anche qualora, a differenza di quanto affermato nel citato decreto del Tribunale di ..., la nullità ex art. 122, comma 3, del TUF venisse considerata non sanabile, questa Commissione ritiene che non sussista nel caso di specie un obbligo di offerta ex artt. 106 e 109 del TUF.

A tale conclusione conduce essenzialmente l'esame dell'ultimo quesito posto da codesto Studio, vale a dire se la ripetizione (o il rinnovo) di un patto parasociale nullo di cui sia stata data comunicazione al mercato debba essere considerata un patto parasociale nuovo tale da far scattare l'obbligo di opa.

In effetti, qualora la nullità del patto venga ritenuta non sanabile, l'eventuale stipulazione di un identico patto, per il quale siano rispettati gli obblighi di pubblicità, è per l'ordinamento giuridico fatto nuovo che rende per la prima volta giuridicamente esistente e vincolante il patto.

D'altra parte, vi sono ipotesi nelle quali, per esplicita previsione di legge, l'accertamento dell'esistenza materiale del patto nullo può produrre determinati effetti giuridici, che non sono quelli tipici del contratto contenuto nel patto parasociale ma altri che la legge stabilisce.

Una di queste ipotesi è rinvenibile nelle norme sull'opa obbligatoria ed, in particolare, nell'art. 109, primo comma, che fa discendere dall'adesione a un patto, anche nullo, previsto dall'art. 122, la considerazione in modo congiunto delle partecipazioni detenute da diversi azionisti. Pertanto, un patto stipulato ma non reso pubblico secondo le forme richieste dalla legge, può assumere rilievo fra i presupposti dell'obbligo. Ciò significa che:

- se uno o più degli aderenti al patto nullo acquistano a titolo oneroso e tale acquisto comporta il superamento della soglia da parte dell'insieme dei partecipanti, l'obbligo sussiste;

- se il patto viene stipulato ma non pubblicato ex art. 122 ed uno o più degli aderenti hanno acquistato negli ultimi dodici mesi una partecipazione che determina il superamento della soglia, l'obbligo ugualmente sorge.

Tali effetti del patto non interferiscono con la sua qualificazione giuridica come contratto parasociale, che rimane impossibile in ragione della nullità. Il patto nullo svolge in sostanza la funzione di mero criterio di collegamento fra soggetti che, diversamente, sarebbero da considerare in modo autonomo.

2. Ove l'esistenza del patto nullo sia, come nel caso di specie, accertata, il collegamento fra azionisti ai fini dell'applicazione sulle norme in materia di Opa esiste già, ma, essendosi determinato anteriormente alla quotazione, non ha dato luogo a un obbligo di offerta. Occorre allora domandarsi se un obbligo di Opa, che non sussisteva nel momento in cui è dimostrabile che il patto nullo è stato stipulato (nel caso di specie precedente alla quotazione), può risorgere nel momento in cui quello stesso patto è nuovamente stipulato e assume validità giuridica come patto parasociale.

Una risposta positiva dovrebbe fondarsi sulla presenza di una differenziazione da parte dell'art. 109, lett. a), degli effetti di un patto nullo e di quelli di un patto valido, che consenta di dare rilievo al mutamento del criterio di collegamento tra azionisti.

Tale differenza non sembra riscontrabile nella norma. Al contrario, deve ritenersi che l'art. 109, lett. a), nel momento in cui ha attribuito rilievo ai patti nulli, ha inteso svalutare, ai fini della determinazione di ipotesi di cooperazione rilevanti per l'obbligo di offerta, l'effettiva vincolatività giuridica delle clausole del patto, certamente inesistente in presenza di un patto nullo. La cooperazione rilevante per il calcolo della soglia è presunta, senza possibilità di eccezione, se i soggetti hanno aderito a un patto, senza che su tale evento possa influire il valore giuridico del patto stesso.

Peraltro, l'atto nullo deve comunque avere caratteristiche tali da poter essere considerato un patto ex art. 122; una situazione di tal genere è facilmente immaginabile nel caso di nullità per mancata pubblicazione mentre è difficilmente configurabile in presenza di una delle ipotesi di nullità ex art. 1418 c.c. (contrarietà a norme imperative, mancanza di uno dei requisiti essenziali del contratto, illiceità della causa, illiceità del motivo determinante, mancanza dei requisiti di possibilità, liceità e determinatezza dell'oggetto). Il caso tipicamente preso in considerazione dall'art. 109 del TUF è conseguentemente proprio quello nel quale non siano stati adempiuti gli obblighi legali di pubblicità.

3. Quanto detto è confermata dall'esame delle ragioni per le quali i patti nulli sono considerati dalla norma di legge.

La disciplina italiana dell'acquisto di concerto individua alcuni criteri di collegamento fra azionisti, fra i quali particolare rilievo assumono i patti previsti dall'art.122; la considerazione tra tali patti anche di quelli nulli consente di verificare la situazione reale dell'azionariato della società, al di là dell'effettivo adempimento da parte degli azionisti agli obblighi di trasparenza. Considerata la vastità dei patti rilevanti e l'assenza di requisiti di forma, viene in tal modo assegnato tendenzialmente rilievo ad ogni ipotesi di cooperazione fra azionisti nella gestione della società o nell'acquisto delle azioni.

La rilevanza dei patti nulli contribuisce pertanto ad individuare situazioni non trasparenti di mutamento dell'assetto azionario. L'obiettivo che il legislatore persegue è quello di individuare e assoggettare all'obbligo di offerta tutti i mutamenti dell'azionariato della società quotata, che rendono necessaria la protezione garantita agli azionisti e al mercato dalle norme sull'obbligo di offerta.

Nel caso di specie, proprio l'attribuzione di rilevanza al patto nullo evidenzia, al contrario, che la stipulazione del nuovo patto, se identico a quello precedente nullo non comporta alcun mutamento all'assetto azionario della società rispetto a quello esistente, e conosciuto dal mercato, al momento della quotazione. Non si è pertanto in presenza di un'operazione di mercato del controllo societario e non sono presenti le esigenze di tutela degli azionisti di minoranza normalmente determinate dai mutamenti di controllo e che giustificano l'imposizione dell'Opa obbligatoria.

4. Sulla base di quanto detto, non vi è obbligo di Opa in quanto:

- dal punto di vista strettamente normativo il nuovo patto che dovrebbe costituirne il presupposto non è altro che la ripetizione di un precedente patto nullo al quale l'art. 109 del TUF già ricollegava la considerazione unitaria degli azionisti che vi avevano aderito e che era stato con certezza stipulato antecedentemente alla quotazione;

- dal punto di vista delle finalità che l'imposizione dell'obbligo di offerta persegue, la fattispecie in esame non presenta le esigenze di tutela tipiche di un'operazione di mercato del controllo societario.

5. Tale conclusione rende superfluo analizzare se vi sia l'obbligo di offerta nel caso in cui gli aderenti a un patto parasociale, che non si sostanzia nella ripetizione di un precedente patto nullo, siano giunti a detenere la partecipazione superiore al 30% a seguito di acquisti di azioni eseguiti nei dodici mesi precedenti la stipulazione dell'accordo ma prima dell'ammissione alla quotazione.

6. Si rappresenta infine che è possibile pervenire a una delimitazione dell'ambito temporale di operatività del divieto di esercitare il diritto di voto previsto dall'art. 122, comma 4, anche qualora si dovesse ritenere non sanabile, con un adempimento tardivo, la nullità di un patto per il quale non si sia dato corso alle pubblicazioni previste dall'art. 122 del TUF.

Infatti, se presupposto del divieto è il patto per il quale non si sono adempiuti gli obblighi di pubblicità ma comunque materialmente esistente, il termine finale del divieto può individuarsi nel momento in cui tale patto cessa di esistere non solo giuridicamente ma anche come evento materiale.

Ciò può avvenire ad esempio quando la nullità conseguente al mancato adempimento è pienamente riconosciuta da tutti gli aderenti. Una delle ipotesi più semplici in cui tale pieno riconoscimento può verificarsi è proprio quella della ripetizione del patto nullo, con la quale le parti accettano che il precedente negozio fra loro concluso era irrimediabilmente viziato e ne stipulano un altro del medesimo contenuto; il patto nullo non esiste più ed è sostituito da un patto valido, sempre che siano adempiuti gli obblighi di pubblicità. Le ragioni giustificatrici del divieto di voto vengono meno nel momento in cui il vecchio patto cessa di esistere e non è più in grado di produrre effetti non trasparenti sulla gestione della società.

p. IL PRESIDENTE

Salvatore Brigantini

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 temporale (1).

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.

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

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

Delibera n. 13198

Offerte pubbliche di acquisto promosse dalla Itالenergia s.p.a. ai sensi degli artt. 102 e 106, commi 1 e 3, del Decreto Legislativo n. 58/98 sulle azioni ordinarie della Montedison s.p.a. e della Edison s.p.a.

LA COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETA' E LA BORSA

VISTA la comunicazione inviata in data 2 luglio 2001 dalla Itالenergia s.p.a. ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 1, del Decreto Legislativo n. 58/98, relativa all'offerta pubblica di acquisto obbligatoria promossa sulle azioni ordinarie della Montedison s.p.a.;

VISTA la comunicazione inviata in data 2 luglio 2001 dalla Itالenergia s.p.a. ai sensi degli artt. 102 e 106, commi 1 e 3, del Decreto Legislativo n. 58/98, relativa all'offerta pubblica di acquisto obbligatoria promossa sulle azioni ordinarie della Edison s.p.a.;

VISTI i documenti di offerta allegati alle predette comunicazioni;

VISTA l'integrazione della comunicazione ex art. 102 del citato Decreto Legislativo relativa all'offerta pubblica di acquisto obbligatoria promossa sulle azioni ordinarie della Montedison s.p.a. inviata dalla Itالenergia s.p.a. in data 16 luglio 2001;

VISTI i documenti di offerta come da ultimo modificati in data 17 luglio 2001;

CONSIDERATO che:

- l'offerta pubblica d'acquisto delle azioni della Montedison e quella consequenziale riguardante le azioni della Edison sono state promosse da Itالenergia a norma dell'art. 106, commi 1 e 3, del citato Decreto, in conseguenza dell'acquisto di una partecipazione superiore al trenta per cento nel capitale di società con azioni quotate e sono perciò rese obbligatorie dalla legge;
- l'acquisto che determina l'obbligo di offerta è da ritenersi regolarmente effettuato salvo eventuale accertamento contrario, non di competenza della Consob;
- non sono risultati elementi probatori atti a dimostrare l'esistenza fra gli azionisti di Itالenergia di patti parasociali previsti dall'art. 122 del citato Decreto, non potendo per tali intendersi la preliminare ricerca della disponibilità al reciproco consenso che necessariamente precede qualsiasi formale stipulazione contrattuale; nel caso di specie, l'uso della forma societaria per la realizzazione di finalità perseguite dai soci, non può rendere direttamente imputabile ai soci medesimi le attività negoziali compiute dalla società dotata di autonoma personalità giuridica e non consente di considerare la società stessa come un mero schermo privo di realtà giuridica;
- il prezzo proposto dall'offerente per l'acquisto delle azioni Montedison risulta superiore a quello calcolato tenendo conto degli acquisti compiuti direttamente dai soci di Itالenergia nei dodici mesi precedenti; per tale ragione, non si rendono necessari ulteriori approfondimenti circa la eventualità che le particolari modalità seguite con il ricorso allo strumento societario possano essere considerate elusive di quanto previsto dall'art. 106, comma 2, del Decreto citato;
- le inesattezze, pur presenti nel primo comunicato d'offerta in ordine all'entità del capitale sociale di Itالenergia, riguardavano un elemento solo secondariamente interessante per i destinatari di un'offerta d'acquisto (per i quali rileva prioritariamente l'informazione sull'emittente, sul prezzo e

sulle garanzie di pagamento) e che tali inesattezze sono state adeguatamente rettificata nei documenti d'offerta e debitamente rese note al mercato;

- per quanto riguarda l'applicabilità del Decreto Legge n. 192/2001, il diritto di voto della partecipazione di EDF in Italenergia nella misura superiore al 2 per cento deve considerarsi sospeso in seguito all'autorizzazione già rilasciata a Edison Gas s.p.a., mentre l'estensione di tale sospensione al voto di Italenergia in Montedison richiede che sia verificato un rapporto di collegamento di EDF in Italenergia ex articolo 2359, ultimo comma, codice civile;

- allo stato, mancando la presunzione derivante da una partecipazione pari ad almeno il 20 per cento del capitale ordinario, non si rinvergono, sulla base della documentazione agli atti, altri elementi dai quali poter dedurre un'"influenza notevole" di EDF; precisamente, non si riscontra la presenza di rapporti contrattuali o di patti di sindacato tra gli azionisti di Italenergia, volti ad attribuire ai soci poteri ulteriori rispetto a quelli esercitabili in base alla partecipazione posseduta, né la presenza di clausole statutarie

- riguardanti l'elezione degli amministratori o comunque idonee ad accrescere l'influenza dei diritti di voto di cui dispone EDF, peraltro già limitati per effetto del Decreto Legge n. 192/2001. Appare inoltre insufficiente, per configurare un'"influenza notevole", la circostanza che uno solo degli amministratori di Italenergia, su sette di cui è composto il Consiglio di Amministrazione, ricopre anche la carica amministrativa in EDF Italia s.p.a..

DELIBERA:

I documenti relativi alle offerte su azioni ordinarie Montedison s.p.a. e Edison s.p.a., trasmessi in data 2 luglio 2001 e modificati da ultimo in data 17 luglio, possono essere pubblicati con le seguenti informazioni integrative.

Punto B. 1 (Soggetto Offerente). al paragrafo "Azionisti":

- al penultimo capoverso, dopo la parola "pertanto" inserire le parole "allo stato";

- in calce al paragrafo, dopo l'ultimo capoverso, inserire la seguente frase: "Ai fini della sospensione del diritto di voto di EDF in Italenergia, la Consob ritiene che il presupposto del rilascio di un provvedimento concessorio e autorizzativo sia già sussistente in virtù del provvedimento di autorizzazione rilasciato a Edison Gas s.p.a. in data 5 giugno 2001 con efficacia dal 1° luglio al 30 settembre 2001".

Punto C.5 ("Autorizzazioni"). nel paragrafo "Comunicazioni Antitrust":

- dopo il secondo capoverso inserire la seguente frase: "Su richiesta della Consob si comunica che, qualora la Commissione Europea ritenga che sussistano quei presupposti e decida di aprire un'istruttoria, potrebbero trovare applicazione le disposizioni di cui al Regolamento del Consiglio Europeo n. 4064/89 e, in particolare, potrebbero essere adottati i provvedimenti di cui agli artt. 7 e 8";

- nel terzo capoverso, specificare che l'"Autorità" citata è l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato.

Avvertenze e Punto G.4 ("Offerta residuale, esercizio del diritto di acquisto e relative ragioni"):

- riportare gli estremi delle delibere con le quali la Consob, su proposta della Borsa Italiana s.p.a., ha individuato le maggiori soglie rilevanti ai fini dell'Opa residuale, sia per Montedison sia per Edison, ai sensi dell'art. 50 del Regolamento n. 11971/99 e successive modifiche.

* * *

Il periodo di adesione relativo all'offerta Montedison, peraltro, non potrà avere inizio prima che venga fornita alla Consob l'attestazione del rilascio della garanzia relativa all'importo supplementare di Euro 210.135.112.

La presente delibera verrà portata a conoscenza degli interessati e pubblicata nel Bollettino della Consob.

Avverso il presente provvedimento è ammesso ricorso al Tribunale Amministrativo Regionale del Lazio entro 60 giorni dalla data di comunicazione.

Roma, 17 luglio 2001

p. IL PRESIDENTE

Lamberto Cardia

CONTROLLO DI OLIMPIA E DI OLIVETTI: MOTIVAZIONI DELLA VALUTAZIONE CONSOB

1. In data 30 ottobre u.s., la Consob ha richiesto all'Olivetti spa di integrare il par.3.3 (*Eventuale soggetto controllante ai sensi dell'art. 93 del Testo Unico*), Sezione I (*Informazioni relative a Olivetti e al Gruppo Olivetti*) del prospetto informativo relativo all'aumento del capitale deliberato in data 13 ottobre u.s., con l'indicazione che, secondo la valutazione della stessa Consob, Olivetti spa è controllata di fatto da Olimpia e quest'ultima società è soggetta al controllo solitario di Pirelli spa.

2. Premesso che la nozione di controllo societario è variamente definita in norme ed in settori diversi dell'ordinamento, in funzione anche delle differenti finalità di volta in volta perseguite dal legislatore - tra queste è da richiamare il caso delle norme antitrust - è utile ricordare che ai sensi dell'art. 93 del Testo Unico della Finanza sono considerate imprese controllate, oltre a quelle che sono tali in forza di un patto di dominazione o in virtù di un patto parasociale che attribuisce ad un solo soggetto l'influenza dominante su di esse, anche quelle indicate nell'art. 2359, primo comma, nn. 1 e 2, del codice civile; tale ultima disposizione continua pertanto ad assumere particolare rilevanza nell'individuazione del rapporto di controllo societario.

3. Pertanto ai sensi del predetto art. 2359 c.c., tanto per il controllo di diritto quanto per quello di fatto l'individuazione del rapporto di controllo dipende non tanto dalla possibilità di incidere direttamente sull'operato dell'organo amministrativo, quanto dalla capacità di orientare la volontà della assemblea ordinaria: ciò che ovviamente si riflette anche, ma in modo mediato, sulla gestione dell'impresa poiché è appunto l'assemblea ordinaria a nominare o revocare gli amministratori che della gestione sono responsabili, oltre che ad approvare il bilancio annuale da quelli predisposto.

La Pirelli spa, come noto, è titolare del 60% del capitale di Olimpia e poiché lo statuto di Olimpia per le assemblee ordinarie non prevede maggioranze diverse da quelle previste dalla disciplina codicistica, è indubbio che la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria consente a Pirelli di esercitare solitariamente il controllo su Olimpia.

Ove una società disponga " *della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria*" di un'altra, la possibilità di esercitare un'influenza dominante è *in re ipsa* e, quindi, tale situazione non necessiterebbe di ulteriori accertamenti.

4. Tuttavia, dopo il proliferare nelle ultime leggi speciali - tra le quali lo stesso Testo Unico della Finanza (art. 93, comma 1, lett. b) - del riferimento espresso ai patti parasociali come strumento ulteriore per acquisire il controllo, è da chiedersi se tali accordi possano rilevare non solo per attribuire il controllo ad un azionista di minoranza ma anche per "depotenziare" un socio il quale dispone da solo " *della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria*".

Seppure si volesse consentire ad un tale assunto, occorrerebbe tuttavia sempre vagliare l'eventuale depotenziamento della posizione del socio di maggioranza assoluta con riguardo innanzitutto alla sua possibilità di incidere sulla formazione della volontà dell'assemblea ordinaria e solo secondariamente con riferimento al modo di operare dell'organo amministrativo.

Riguardo al primo aspetto, pare decisivo considerare che per effetto del patto sottoscritto Pirelli comunque non si priva della possibilità di designare la maggioranza del consiglio di amministrazione che l'assemblea dovrà nominare.

Quanto al secondo profilo, per escludere il controllo solitario è necessario che alla maggioranza degli amministratori sia preclusa, in forza di clausole pattizie, la possibilità di assumere le decisioni relative alla gestione ordinaria della società in assenza del consenso degli amministratori espressione della minoranza. Tale possibilità non si rinviene nel caso di specie: infatti il patto parasociale stipulato tra Pirelli ed Edizione Holding (e a maggior ragione i patti stipulati con IntesaBCI e Unicredito), tutti resi pubblici nelle forme previste dalla legge, non impedisce agli amministratori espressione di Pirelli, che sono la maggioranza del Consiglio, di assumere le decisioni relative alla gestione della società.

Infatti, con riguardo ad alcune delibere su materie definite rilevanti, è previsto che ci sia bisogno del parere favorevole di almeno un amministratore espressione di Edizione Holding " *se presente*". Tuttavia, in caso di disaccordo tra le parti, è anche previsto che dopo una procedura obbligatoria di consultazione, qualora tale divergenza non venga superata, i rappresentanti di Edizione siano tenuti ad astenersi dal partecipare alle riunioni consiliari. Conseguentemente, mancando gli amministratori nominati da Edizione, gli amministratori espressione di Pirelli, essendo la maggioranza, sono in grado di deliberare continuando, così, a determinare la gestione della società.

Da quanto sopra risulta evidente che la posizione di Pirelli quale socio controllante di diritto di Olimpia non può considerarsi modificata neanche dal patto parasociale stipulato con Edizione Holding.

Questa conclusione non è alterata dall'esame dell'ulteriore previsione del citato patto, relativa al diritto di Edizione, in ipotesi di mancato raggiungimento di un accordo sulle materie definite rilevanti, di vendere a Pirelli la partecipazione in Olimpia, ad un prezzo i cui criteri di determinazione sono individuati nello stesso accordo parasociale.

Infatti, tale clausola, insieme a quella relativa al corrispondente diritto di acquisto di Pirelli, è da considerare solo una modalità di scioglimento del vincolo sociale nel momento in cui gli interessi delle parti dovessero diventare divergenti, ma non può essere considerata quale titolo giuridico ad una gestione congiunta della società.

Come sopra rappresentato, infatti, per verificare la sussistenza di un controllo congiunto, occorre che le decisioni nell'assemblea ordinaria e nei consigli di amministrazione siano irrealizzabili senza il concorso attivo di altri soci, circostanza questa che non è presente secondo le valutazioni della Consob nel caso di specie.

5. Con riguardo poi, all'individuazione dei criteri utilizzabili per configurare il controllo di fatto, rilevante ex art. 2359, primo comma, n. 2, si rappresenta quanto segue.

La Commissione affrontò tale problema in occasione del nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo relativo all'aumento di capitale di Olivetti del febbraio/marzo 2001, la quale, in quel momento, risultava partecipata dalla Bell.

Relativamente alla qualificazione del rapporto partecipativo tra Bell e Olivetti, ora non più esistente, la Consob non espresse proprie valutazioni in proposito né manifestò assenso, neanche implicito, riguardo all'opinione di Bell di non considerarsi controllante di fatto di Olivetti.

La Commissione, di fronte al primo caso concreto di possibile applicazione della nozione di controllo prevista dal Testo Unico della Finanza, non pervenne nell'immediato a decisioni definitive in merito ai criteri da utilizzare per identificare il controllo di fatto nel caso di una partecipazione

che non conferisce la maggioranza assoluta dei diritti di voto e avviò gli approfondimenti necessari per definire la questione.

Nel luglio 2001, come è noto, è intervenuto però l'accordo tra Bell, Pirelli ed Edizione Holding per la cessione della partecipazione in questione.

In seguito all'analisi già compiuta e alle ulteriori verifiche effettuate nell'ambito dell'istruttoria relativa al nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo dell'ultimo aumento di capitale di Olivetti, la Commissione ha definito i seguenti criteri:

- esame delle assemblee ordinarie di particolare significatività (nomina amministratori, approvazione bilancio);
- variabilità della quota di partecipazione idonea ad assicurare una influenza dominante, dipendente in particolare dal grado di frazionamento della compagine sociale e dal livello di usuale assenteismo dei soci titolari di quote più esigue;
- controllo non occasionale, non dovuto cioè ad una situazione contingente, ma, al contrario, frutto di una situazione giuridica relativamente stabile;
- accertamento di tale relativa stabilità attraverso un'analisi dell'andamento delle assemblee della partecipata per un arco di tempo ragionevolmente significativo, ma non necessariamente successivo al momento in cui il presunto controllante abbia acquisito la partecipazione;
- esame delle precedenti vicende assembleari, per analizzare la percentuale di voti che è stata mediamente necessaria per raggiungere il quorum deliberativo. Tale analisi sul passato è da ritenere rilevante solo nelle ipotesi in cui, oltre all'acquisto della partecipazione rilevante che deve essere valutata ai fini di una sua qualificazione come partecipazione di controllo, non vi siano stati altri mutamenti sostanziali nell'azionariato;
- con riguardo alle società quotate, verifica circa eventuali mutamenti degli azionisti rilevanti con partecipazioni superiori al 2%.

6. Sulla base dei predetti criteri generali, si è ritenuto che Olimpia controlli di fatto Olivetti ai sensi dell'art. 93 del Testo Unico.

Infatti, Olimpia attualmente possiede il 26,96% del capitale di Olivetti. Nell'ultima assemblea ordinaria e straordinaria del 13 ottobre u.s. - nella quale peraltro è stata raggiunta una non usuale entità percentuale di partecipazione - era presente il 43,74% del capitale e, anche in tale caso, Olimpia ha avuto a disposizione diritti di voto sufficienti per esercitare l'influenza dominante su tale assemblea (il 61,64% sul capitale presente).

All'ordine del giorno della citata assemblea ordinaria di Olivetti era inserita, come detto, la nomina dell'intero Consiglio di Amministrazione. Tutti gli amministratori eletti (16) sono amministratori indicati nella lista presentata da Olimpia il che conferma che ha avuto a disposizione la maggioranza dei voti.

Con riguardo poi al confronto tra l'azionariato rilevante di Olivetti negli ultimi due anni con quello attuale, è risultato che, a parte la partecipazione ceduta da Bell, le partecipazioni rilevanti superiori al 2% sono rimaste pressochè immutate. Ugualmente, si è provveduto a confrontare le presenze nell'assemblea del giugno 2001, in cui era presente ancora Bell, e l'assemblea del 13 ottobre u.s.. Da

tale confronto è emerso che gli azionisti con partecipazioni inferiori al 2%, ma considerati sempre rilevanti in quanto investitori istituzionali, o soci comunque influenti, sono rimasti pressochè immutati.

Ciò considerato, si è ritenuto, in base ai criteri sopra elencati, che ai fini della qualificazione della partecipazione di Olimpia in Olivetti potessero e dovessero essere prese in considerazione anche le assemblee pregresse in cui era presente l'azionista Bell.

Dall'analisi dell'andamento storico delle assemblee di Olivetti risulta che negli ultimi tre anni vi è stata un'affluenza media del 27% circa, entità questa che conferma come il controllo di Olimpia sia da considerare relativamente stabile nelle assemblee ordinarie di tale società.

Alle predette considerazione, si aggiunga, infine, che il controllo esercitato da Olimpia su Olivetti è documentato dalla clausola contenuta nel paragrafo 8.01 del patto stipulato tra Pirelli ed Edizione, laddove Pirelli assume impegni circa il comportamento dei consiglieri di Olivetti, nel presupposto, evidente, che Olimpia sia sempre in grado di controllare detti consiglieri.

Comunicazione n. DEM/2068311 del 21-10-2002

inviata allo studio legale ...

Oggetto: [... società X ...]- Quesito concernente l'applicabilità della disciplina in materia di OPA obbligatoria di cui agli articoli 106, primo comma, e 109, primo comma, lett. a), del D.Lgs. n. 58/98 ("TUF")

1. Si fa riferimento alla corrispondenza intercorsa in relazione al quesito indicato in oggetto e, in particolare, alla nota pervenuta da ultimo in data ..., con le quali codesto Studio Legale ha richiesto alla Consob di esprimere un parere in merito all'applicabilità della disciplina in materia di OPA obbligatoria all'operazione di privatizzazione della [... società X ...], da attuarsi mediante la dismissione a trattativa privata, da parte di [...A...], di [...B...], di [...C...] e di [...D...]- congiuntamente indicati come "soci pubblici" e attualmente titolari di circa il 53,382% della [... società X ...]- di una partecipazione complessivamente pari al 29% del relativo capitale sociale.

Secondo quanto riportato nel quesito, le fasi che hanno preceduto l'avvio dell'operazione di privatizzazione possono così sintetizzarsi:

- nel periodo ... [... società X ...] ha effettuato un'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione di proprie azioni ordinarie finalizzata all'ammissione a quotazione;

- in data ... i soci pubblici hanno stipulato un patto parasociale rilevante ex art. 122 del TUF, nel quale - tra l'altro - gli stessi si impegnavano a non disporre in alcun modo delle azioni conferite, se non alle condizioni ivi previste: tale accordo aveva quale obiettivo primario quello di assicurare la stabilità della compagine sociale al momento esistente, nell'attesa di individuare modalità di dismissione ritenute adeguate da tutti gli interessati. Il patto in parola è scaduto in data ...;

- in data ... i soci pubblici hanno sottoscritto un ulteriore protocollo di intesa con il quale hanno definitivamente convenuto l'avvio della procedura di privatizzazione.

La disciplina delle modalità di cessione ai privati delle partecipazioni di maggioranza in società di gestione aeroportuale è contenuta nel Decreto Ministeriale n. 521 del 12 novembre 1997 (di seguito "DM"), a sua volta recante la disciplina di attuazione dell'art. 10, comma 13, della legge 24 dicembre 1993, n. 537, con la quale è stata prevista l'istituzione di apposite società di capitali per la gestione dei servizi e per la realizzazione delle infrastrutture degli aeroporti gestiti anche in parte dallo Stato, aperte alla partecipazione delle Regioni e degli enti locali interessati.

Il menzionato DM prevede, tra l'altro, che:

(i) la cessione a privati di quote di maggioranza di società di gestione aeroportuale sia subordinata all'espletamento di una procedura di gara ad evidenza pubblica nelle forme di cui alla legge 30 luglio 1994, n. 474 (art. 2, comma 3, DM). Tale procedura si realizza mediante una trattativa privata che si articola, in sintesi, in una fase di preselezione nella quale vengono valutati i requisiti patrimoniali e gestionali dei soggetti che abbiano manifestato il proprio interesse a partecipare; una fase di accesso e di esame delle informazioni, nonché di presentazione di offerte vincolanti comprensive del prezzo e di un documento tecnico/strategico, da parte dei soggetti che abbiano superato la preselezione; una fase di mero rilancio sul prezzo da parte dei soggetti prescelti dopo la seconda fase, cui dovrebbe seguire l'aggiudicazione delle partecipazioni, ferma restando la possibilità dei soci pubblici di non pervenire a quest'ultima. Inoltre, l'art. 1, comma 3, della citata legge n. 474/94 dispone in generale che le privatizzazioni di imprese che svolgono pubblici servizi,

controllate da soggetti pubblici, debbano essere effettuate " *...invitando potenziali acquirenti, che presentino requisiti di idonea capacità imprenditoriale, ad avanzare, agendo di concerto, offerte comprensive dell'impegno, da inserire nel contratto di cessione, di garantire, mediante accordo fra i partecipanti al nucleo stabile, determinate condizioni finanziarie, economiche e gestionali. Il contratto può altresì prevedere, per un periodo di tempo determinato, il divieto di cessione della partecipazione...*";

(ii) i soci pubblici non possano detenere una partecipazione al capitale della società interessata inferiore ad un quinto (20%) (art. 4, comma 1, lett. c), DM);

(iii) in caso di perdita del controllo da parte dei soci pubblici i rapporti tra questi ultimi e i soci privati siano " *regolati da appositi accordi da perfezionarsi al momento dell'ingresso del privato nella società in modo da assicurare il corretto svolgimento del servizio e la permanente verifica della conformità dell'assetto societario all'interesse pubblico alla gestione del servizio, prevedendo anche cause di risoluzione o scioglimento del vincolo sociale*" (art. 5, comma 1, DM).

I soci pubblici sulla base delle rispettive delibere di consiglio e giunta hanno pertanto promosso, in conformità alle suddette previsioni, una procedura di evidenza pubblica volta a cedere separatamente e senza vincoli di solidarietà parte delle rispettive partecipazioni in [... società X ...], per complessive n. 2.620.078 azioni ordinarie dell'emittente (29% c.s.), così ripartite:

- [...A...](...): n. 1.355.213 azioni (15% circa);

- [...B...]: (...) n. 813.128 azioni (9% circa);

- [...C...]: (...) n. 361.390 azioni (4% circa);

- [...D...]: (...) n. 90.347 azioni (1% circa).

Dopo la pubblicazione del bando di gara sulla Gazzetta Ufficiale, avvenuta in data ... e lo svolgimento della fase di preselezione, si è provveduto a mettere a disposizione dei soggetti partecipanti un modello di contratto di compravendita delle partecipazioni in [... società X ...] che, una volta sottoscritto, dovrà essere restituito unitamente alla presentazione dell'offerta vincolante: tale contratto prevede, tra l'altro, che ciascuno dei soci pubblici ceda la propria partecipazione separatamente rispetto agli altri, nonché impegni di rappresentazione e garanzia usuali per questo tipo di transazioni, ma non contiene alcun impegno riguardante la gestione della società.

Tuttavia, secondo quanto rappresentato nel quesito, è intenzione dei soci pubblici, sulla base delle prescrizioni di cui al citato art. 5 del DM, inserire quale allegato al contratto di compravendita un accordo separato mediante il quale i soggetti partecipanti alla procedura si impegneranno, *inter alia*, " *...a non cedere direttamente o indirettamente le Partecipazioni in [... società X ...] per un periodo di anni [3] a decorrere dalla data di aggiudicazionesalvo che nell'ipotesi di adesione a offerte pubbliche di acquisto o scambio che siano promosse da terzi ai sensi degli articoli 106 e 107 del D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998*".

Codesto Studio Legale rappresenta infine che il Presidente del Consiglio di Amministrazione di [... società X ...], salve le competenze esclusive dello stesso Consiglio e dell'Assemblea dei soci, intenderebbe farsi promotore di una modifica dello Statuto attuale, da sottoporre alla prima assemblea utile successiva alla cessione, volta ad adeguare la composizione del CdA alla nuova compagine sociale riveniente dalla privatizzazione: in particolare, si vorrebbe garantire la rappresentanza degli azionisti in Consiglio in misura tendenzialmente proporzionale alle

partecipazioni rispettivamente detenute, senza peraltro precostituire il controllo ad alcuno di essi, e favorendo altresì la nomina di amministratori indipendenti.

Più specificamente, a seguito della prospettata modifica, il CdA di [... società X ...] dovrebbe essere composto da 15 o 17 componenti di cui quattro, tra cui il Presidente, di nomina congiunta dei soci pubblici ai sensi dell'art. 2458 del codice civile (*Società con partecipazione dello Stato o di enti pubblici*); tre, tra cui l'Amministratore Delegato - ove previsto - di nomina assembleare con le maggioranze di legge; i rimanenti consiglieri nominati attraverso la presentazione di liste da parte di soci diversi dai soci pubblici.

Secondo quanto precisato nel quesito, la suddetta proposta di modifica statutaria verrà sottoposta all'Assemblea della società senza alcun impegno di voto né da parte dei soci pubblici, né da parte del soggetto che risulterà aggiudicatario delle partecipazioni.

2. Alla luce di quanto rappresentato, si chiede a questa Commissione " di chiarire se l'assunzione dell'impegno unilaterale di cui all'impegno di Stabilità, da parte del soggetto che al termine della procedura di gara risulterà aggiudicatario delle Partecipazioni, possa determinare in capo ai Soci Pubblici un obbligo di procedere ad una offerta obbligatoria sull'intero capitale sociale di [... società X ...]" ai sensi del combinato disposto degli articoli 106, primo comma, e 109, primo comma, lett. a), del TUF.

In merito codesto Studio Legale sottolinea, preliminarmente, come l'impegno di stabilità che l'acquirente delle partecipazioni dovrebbe assumere nei confronti dei soci pubblici non possa essere qualificato come patto parasociale ai sensi dell'art. 122 del TUF e sia pertanto del tutto irrilevante ai fini dell'insorgere di obblighi di OPA.

Secondo quanto ritenuto nel quesito, in particolare, la procedura che comporterà " *definitivamente ...la perdita del controllo*" di [... società X ...] da parte dei soci pubblici non può prescindere, vista la natura pubblica del servizio gestito, " *oltre che dalla valutazione dell'incremento dell'efficienza e della competitività dell'impresa, anche da una adeguata tutela degli interessi collettivi allo svolgimento del servizio stesso*": ciò implica che il soggetto che risulterà acquirente della partecipazione al termine della gara debba essere in possesso di precisi requisiti di capacità patrimoniale e tecnico-gestionale. Il possesso di detti requisiti, inoltre, risulta necessario per consentire alla società di ottenere l'affidamento in concessione quarantennale della gestione totale dell'aeroporto, in conformità a quanto previsto dalla convenzione provvisoria, di durata triennale, stipulata in data ... tra ... e [... società X ...] nelle more del rilascio della concessione ministeriale.

L'impegno di stabilità è pertanto " *strettamente funzionale*" all'ottenimento dell'obiettivo da ultimo indicato: è evidente infatti, rileva codesto Studio Legale, che " *la ragione stessa della gara e della selezione dell'offerente verrebbe totalmente frustrata laddove l'aggiudicatario, non appena completato l'acquisto dellapartecipazione, fosse libero di trasferirla a terzi senza limiti e al di fuori da ogni verifica*".

La previsione dell'impegno in parola appare quindi lo " *strumento più idoneo*" per assicurare, come richiesto dal citato art. 5 del DM, " *il corretto svolgimento del servizio e la permanente verifica della conformità dell'assetto societario all'interesse pubblico*" ed è comunque in linea con le previsioni della richiamata legge n. 474/94.

In sostanza, secondo lo Studio Legale mancherebbe nel caso di specie la "funzione tipica" del patto parasociale, individuata dalla stessa Consob, con la Comunicazione n. DIS/29486 del 18 aprile 2000, nello scopo di dare un indirizzo unitario all'organizzazione e alla gestione sociale

"cristallizzando" determinati assetti societari in funzione del rafforzamento della compagine sociale di controllo.

Nel quesito si evidenzia, inoltre, che l'impegno di stabilità:

- comporta obbligazioni a carico del solo proponente;
- non è collegato ad ulteriori impegni e organizzazioni " *tipicamente previste nei patti parasociali (sindacazione di voto e di blocco)*";
- è inserito in un patto separato dal contratto di compravendita delle partecipazioni, sia pure a quest'ultimo funzionalmente collegato;
- non è finalizzato ad assicurare un indirizzo unitario alla gestione sociale né ad attribuire o rafforzare il controllo di [... società X ...].

3. Codesto Studio Legale ritiene, in secondo luogo, che qualora l'impegno di stabilità fosse qualificato quale patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122 del TUF e ne conseguisse un obbligo di OPA, da ciò deriverebbe di fatto " *l'impossibilità per i Soci Pubblici di cedere*", con le modalità e alle condizioni previste dalla normativa di settore, una partecipazione tale da far perdere ai soci pubblici medesimi, complessivamente, il "controllo" sulla società.

Più specificamente nel quesito si rileva, da una parte, che alla luce del dettato dell'art. 4, comma 1, lett. c), del DM, in base al quale i soci pubblici debbono detenere una partecipazione al capitale di [... società X ...] non inferiore al quinto del relativo capitale sociale, non sarebbe possibile per questi ultimi cedere la totalità delle azioni detenute; dall'altra, che la cessione di partecipazioni in misura tale da determinare la perdita del controllo della società da parte di detti soci pubblici non può che avvenire in conformità alle previsioni dello stesso DM e della legge n. 474/94 nella materia *de qua*, che dispongono - rispettivamente - l'obbligo di stipulare accordi specifici volti ad assicurare il corretto svolgimento del servizio e la permanente verifica della conformità dell'assetto societario all'interesse pubblico e la possibilità di prevedere il divieto di cessione a garanzia del perseguimento delle finalità connesse al processo di privatizzazione.

Ciò posto, ribadisce codesto Studio Legale, l'assunzione da parte dell'acquirente dell'impegno di stabilità di che trattasi costituisce lo strumento idoneo per garantire " *in modo minimale*" il perseguimento degli obiettivi indicati nel DM, " *senza incidere in alcun modo sulla gestione sociale e sul controllo della società*": ogni altro accordo che prevedesse impegni diversi a carico dell'aggiudicatario " *comporterebbe necessariamente una maggiore incidenza sulla gestione sociale e sul controllo di [... società X...]*".

In conclusione, posto che la cessione della partecipazione di maggioranza in [... società X ...] da parte dei soci pubblici presuppone la conclusione di accordi con il cessionario quanto meno nella forma dell'impegno di stabilità ne deriva, secondo quanto affermato nel quesito, che l'imposizione in tale ipotesi di un obbligo di OPA impedirebbe di fatto ai soci pubblici " *di completare la privatizzazione della società, anche laddove non venga trasferito a terzi il controllo*": tale effetto dimostrerebbe il potenziale conflitto tra la disciplina speciale applicabile alla privatizzazione di società pubbliche operanti nel settore della gestione aeroportuale e le previsioni in materia di OPA obbligatoria.

4. Codesto Studio Legale osserva, infine, che nel caso di specie non " *è rinvenibilela situazione che corrisponde alla ratio degli artt. 109 e 106 del TUF*" in quanto alla " *perdita di controllo da*

parte dei Soci Pubblici non corrisponde automaticamente il trasferimento del controllo in capo al soggetto aggiudicatario delle Partecipazioni".

Ciò in quanto:

- la partecipazione ceduta ammonta, complessivamente, al 29% del capitale sociale di [... società X ...];
- non sono previsti altri impegni di *corporate governance* nell'ambito del contratto di compravendita né, in generale, nella documentazione attinente alla procedura di gara;
- non saranno stipulati accordi che possano consentire all'aggiudicatario di esercitare un'influenza dominante sulla società;
- l'osservazione dell'andamento delle assemblee di [... società X ...] dalla quotazione ad oggi dimostra che, a prescindere dalla quota partecipativa attualmente detenuta dai soci pubblici, non si sono sinora realizzati " *raggruppamenti di voti costantemente ripetuti nel tempo*" e che, sulla base della media dei voti presenti in assemblea, il possesso di una partecipazione pari al 29% non sarebbe stato sufficiente " *per nominare i consiglieri con le maggioranze di legge*".

5. Ai fini della risoluzione del quesito di che trattasi la questione centrale da esaminare, a giudizio di questa Commissione, è quella riguardante il potenziale conflitto tra gli obblighi imposti dalla disciplina in materia di privatizzazione e le previsioni contenute nel TUF in materia di OPA: in altri termini occorre valutare se l'ingresso del socio privato nella compagine azionaria di [... società X ...] possa avvenire, sulla base delle normativa vigente, soltanto imponendo a quest'ultimo di assumere l'impegno di stabilità e, quindi, costringendo in ogni caso i soci pubblici venditori, unitamente al soggetto acquirente, a promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulla società interessata.

Al riguardo si ritiene che non sussista alcun contrasto tra le disposizioni riguardanti la cessione di partecipazioni in società che svolgono pubblici servizi e quelle inerenti l'obbligo di OPA.

Ancorché infatti, il più volte citato art. 5 del DM imponga ai soci pubblici cedenti, " *nell'ipotesi di perdita del potere di controllo*", di concludere con i soci privati accordi che assicurino " *la permanente verifica della conformità dell'assetto societario all'interesse pubblico*", nell'evidente intento di garantire la presenza, all'interno della compagine azionaria della società privatizzata, di soggetti dotati di particolari capacità professionali e gestionali, nulla è detto - nella disposizione in parola - sui contenuti degli accordi medesimi, né tantomeno è previsto che gli stessi debbano consistere in un "blocco" alla disponibilità delle partecipazioni acquisite dal cessionario.

Non appare al riguardo risolutivo il richiamo che il Decreto compie, con riferimento alle concrete modalità con le quali procedere alla cessione, alle disposizioni di cui alla legge n. 474/94, in quanto se è vero che l'art. 1, comma 3, della legge medesima menziona esplicitamente il divieto di cessione, è peraltro disposto che l'inserimento di tale clausola nel contratto con il quale viene ceduta la partecipazione sia una mera facoltà per il cedente, ove è invece prevista come obbligatoria la previsione, nel contratto medesimo, dell'impegno degli acquirenti " *...di garantiredeterminate condizioni finanziarie, economiche e gestionali*". A ben vedere, la disposizione in discorso potrebbe addirittura indurre a ritenere che se nel DM, di adozione successiva rispetto alla legge n. 474/94, si fosse voluto individuare l'impegno di stabilità quale unico strumento idoneo per perseguire le finalità ivi delineate, l'obbligo di inserimento del divieto di cessione nel contratto di compravendita concluso tra la parte pubblica e il soggetto aggiudicatario sarebbe stato nominato espressamente.

Da ciò deriva che l'assunzione dell'impegno di stabilità in parola non è indispensabile per poter procedere alla privatizzazione di [... società X ...] nel rispetto delle condizioni stabilite dalla normativa di settore: l'eventuale stipula di detto impegno nell'ambito dell'operazione sarebbe quindi, nel caso di specie, riconducibile a tutti gli effetti ad una libera scelta dei soci pubblici.

Ove, pertanto, l'adozione di tale strumento comporti l'applicabilità di obblighi derivanti da una diversa disciplina, quale quella in materia di OPA, questi ultimi risulteranno pienamente applicabili, senza che si possa invocare alcun "conflitto" tra i due sistemi normativi indicati: tali obblighi in particolare deriverebbero, come detto, dal combinato disposto degli articoli 109, comma 1, lett. a), e 106, comma 1, del TUF.

Ai sensi delle citate disposizioni, in particolare, laddove l'impegno di stabilità che dovrebbe essere assunto dal cessionario nei confronti dei soci pubblici si qualificasse come rilevante ai sensi dell'art. 122 del TUF, il 29% acquisito dal nuovo azionista dovrebbe essere sommato alla partecipazione rimasta in capo ai detti soci pubblici (...), con il conseguente insorgere di un obbligo solidale di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità del residuo capitale ordinario di [... società X ...].

6. Risolta la questione relativa al potenziale conflitto tra le previsioni della legge OPA e le norme in materia di privatizzazione, rimangono infine da valutare le argomentazioni rappresentate da codesto Studio Legale con riferimento, rispettivamente, alla affermata inapplicabilità dell'art. 122 del TUF all'impegno di stabilità e alla presunta inesistenza della *ratio* posta a fondamento dell'istituto dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria.

Avuto riguardo al primo aspetto questa Commissione ritiene che l'impegno di che trattasi - ove effettivamente stipulato - rientrerebbe nell'ambito di applicabilità dell'art. 122, comma 1, lett. b), del TUF, in quanto con lo stesso si porrebbero " *limiti al trasferimento delle ... azioni*" della società interessata [...società X ...].

Può dirsi infatti che l'impegno in questione, oltre a presentare molti degli elementi strutturali caratteristici dei patti "tipicamente" parasociali (quali, ad esempio, i soggetti stipulanti e la durata), perseguirebbe anche la funzione "propria" degli stessi, in quanto volto a "cristallizzare", almeno in parte, il nuovo assetto proprietario di [... società X ...] risultante al termine della procedura di privatizzazione.

In tale ottica l'ulteriore interesse a garantire, almeno per un certo periodo di tempo, la permanenza nella compagine sociale di [... società X ...] di un soggetto che possiede i requisiti necessari per assicurare la corretta gestione del servizio aeroportuale, seppure sicuramente posto alla base della previsione dell'impegno di stabilità, non appare di per sé "alterare" la natura essenzialmente parasociale dello stesso.

E' infatti innegabile che la previsione di un "blocco" della partecipazione detenuta del soggetto che, al termine della procedura di gara, diventerà l'azionista di riferimento di [... società X ...], è tale da "cristallizzare" tale partecipazione tra gli aderenti all'accordo, a prescindere dalla circostanza - comunque da verificare - che nessuno dei rispettivi soci sarà in grado di esercitare il controllo sulla stessa.

Ugualmente non conclusive appaiono, infine, le altre osservazioni riportate in merito nel quesito, in quanto:

- è irrilevante che l'impegno in questione sia assunto unilateralmente dal nuovo acquirente, in quanto l'art. 122 del TUF contempla i patti " *in qualunque forma stipulati*" includendo, evidentemente, anche i contratti che comportano obbligazioni a carico di un unico aderente;

- è del pari ininfluenza la circostanza che il vincolo alla disponibilità delle azioni non sia collegato ad ulteriori impegni parasociali, quale ad esempio un accordo di voto, in quanto il citato art. 122 prevede quali categorie separate di patti, autonomamente rilevanti, da una parte, quelli " *aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto*" ovvero quelli che " *istituiscono obblighi di preventiva consultazione*" per tale esercizio; dall'altra, quelli che " *pongono limiti al trasferimento*" delle azioni;

- sempre sulla base della predetta disposizione secondo la quale la rilevanza del patto prescinde dalla forma con la quale esso viene stipulato, si può affermare che la pattuizione parasociale può, indifferentemente, essere oggetto di un apposito accordo ovvero essere inserita quale clausola di un contratto più ampio; nella fattispecie in esame, l'impegno di stabilità costituisce una delle previsioni di un accordo accessorio al contratto di compravendita delle partecipazioni e da quest'ultimo espressamente richiamato;

- l'art. 122 del TUF non richiede, ai fini della rilevanza di un patto di sindacato, che lo stesso attribuisca a qualcuno degli aderenti il controllo della società interessata.

Va da ultimo sottolineato che, in una precedente operazione di privatizzazione avente ad oggetto una società di gestione aeroportuale (...), avvenuta tramite trattativa privata ai sensi della legge n. 474/94, il contratto di compravendita stipulato tra il socio pubblico (...) e i nuovi azionisti privati (... , ... , ... e ...) conteneva, fra l'altro, la previsione di un impegno di stabilità analoga a quella in esame: in particolare, si stabiliva la non trasferibilità delle azioni acquisite dai soci privati per un periodo di tempo predeterminato.

Tale pattuizione è stata a tutti gli effetti considerata come rilevante ai sensi dell'art. 122 del TUF e oggetto di pubblicazione secondo le modalità previste da detta norma.

7. Accertata la natura parasociale dell'impegno di stabilità di che trattasi, ricorrerebbero pertanto gli estremi per l'applicazione ai soci pubblici e al nuovo socio privato dell'art. 109 del TUF e, di conseguenza, dell'obbligo di OPA di cui all'art. 106, comma 1, in quanto, da un lato, sussisterebbe una delle ipotesi (la conclusione di un patto previsto dall'art. 122) a fronte delle quali la legge consente di sommare le partecipazioni in una società quotata che più soggetti " *vengono a detenere*" (...); dall'altra, si sarebbe verificato l'acquisto a titolo oneroso di una partecipazione da parte di uno dei medesimi soggetti (l'acquisto del 29% di [... *società X* ...] da parte dell'aggiudicatario della gara).

Tale conclusione non appare inficiata dalle considerazioni formulate nel quesito con riferimento alla presunta inesistenza, nella fattispecie in esame, della *ratio* sottesa alla disciplina in materia di OPA obbligatoria in quanto, a giudizio di questa Commissione:

- non rileva la circostanza che la partecipazione ceduta dai soci pubblici ad [... *società X* ...] sia pari al 29%, perché l'art. 109 consente di sommare, ai fini del superamento delle soglie previste per l'OPA, detto 29% alla percentuale che residuerà ai soci pubblici (...);

- non sembra parimenti rilevare la mancata stipula, tra detti soci pubblici e l'aggiudicatario della gara, di altri impegni di *corporate governance*, in quanto l'art. 109 richiede - genericamente - la presenza di un " *patto, anche nullo, previsto dall'art. 122 del TUF*";

- il sistema prefigurato nel TUF medesimo ricollega l'obbligo di OPA esclusivamente al superamento delle soglie prefissate, non richiedendo alcun tipo di accertamento in ordine alla idoneità della partecipazione acquisita a consentire l'effettivo esercizio del controllo: al riguardo, è noto che la previsione di una soglia predeterminata al superamento della quale scatta, quale conseguenza automatica, l'obbligo di promuovere l'offerta, è stata introdotta dal legislatore del TUF proprio per superare i problemi applicativi rilevati in vigenza della precedente legge n. 149/92 che, al contrario, collegava l'insorgere di detto obbligo alla sussistenza di una posizione dominante (maggioranza delle azioni ordinarie, influenza dominante, maggioranza relativa) da verificare con riguardo al singolo caso concreto.

8. Le conclusioni sopra rappresentate sono diretta conseguenza della scelta, da parte dei soci pubblici, dello strumento dell'impegno di stabilità (nel caso di specie, qualificabile come patto parasociale ex art. 122 del TUF) per assicurare il rispetto delle finalità tipiche indicate dalla normativa in materia di privatizzazione.

Peraltro, come esposto in precedenza, al fine di perseguire la finalità di verificare la conformità dell'assetto societario di [... società X ...] all'interesse pubblico, l'assunzione del sopra descritto impegno da parte degli acquirenti nei confronti dei soci pubblici non appare necessaria potendosi adottare modalità alternative parimenti idonee ad assicurare la salvaguardia dell'interesse pubblico come prescritto dalla normativa applicabile.

IL PRESIDENTE
Luigi Spaventa

Comunicazione n. DEM/2069612 del 24-10-2002

inviata alla società ... e agli studi legali ...

Oggetto: Quesiti in merito all'operazione di fusione per incorporazione della nella ... e contestuale ammissione a quotazione della società incorporante.

Si fa riferimento alla nota del ..., con la quale lo Studio Legale ... ha sottoposto a questa Commissione un quesito concernente l'applicabilità della disciplina dell'opa obbligatoria ad un'operazione di fusione per incorporazione della società di diritto italiano [... società X ...], quotata sul Nuovo Mercato, nella [... società Y ...], società di diritto americano soggetta alle leggi dello Stato del Delaware e quotata al Nasdaq. Si fa altresì riferimento alla nota del ... con la quale il medesimo Studio Legale ha sottoposto alla Consob ulteriori quesiti in merito alla predetta operazione di fusione e ha nuovamente trasmesso, per una più accurata descrizione dell'operazione e delle problematiche ad essa connesse, un memorandum redatto dallo Studio Legale ... già inviato in data

In particolare, in relazione a tale operazione vengono sottoposte alla Consob le questioni di seguito rappresentate.

a) Quesiti in materia di informazione finanziaria

a1) A seguito della quotazione sul Nuovo Mercato, la [... società Y ...] sarà tenuta a fornire l'informativa periodica prevista dall'art. 106 del Regolamento 11971. A questo proposito viene richiesto a questa Commissione se i dati finanziari (bilanci e relazioni trimestrali) che la [... società Y ...] dovrà pubblicare in Italia possano essere forniti in lingua inglese e secondo gli US GAAP senza bisogno di riconciliazione con gli IAS o con i principi contabili italiani.

a2) La società incorporanda, [... società X ...], in quanto soggetto quotato su un mercato regolamentato italiano, è tenuta alla redazione del documento informativo ex art. 70, c.4 del Regolamento 11971 e successive modifiche. Il quesito che viene posto a questa Commissione riguarda i dati economici patrimoniali pro-forma della società derivante dalla fusione ossia se gli stessi possano essere espressi secondo gli US GAAP senza bisogno di riconciliazione con gli IAS o i principi contabili italiani.

a3) Analogamente viene richiesto che anche nel prospetto di quotazione della [... società Y ...] al Nuovo Mercato le informazioni riguardanti il patrimonio, la situazione finanziaria ed i risultati economici di tale società siano espresse sulla base degli US GAAP.

b) Quesiti in materia di opa

Nella nota del ... si rappresenta che, nell'ambito dell'operazione di fusione [... società X ...]/ [... società Y ...], alcuni azionisti di [... società X ...] stipuleranno un apposito accordo con cui s'impegnano nei confronti di [... società Y ...] a: (i) votare a favore della fusione nella relativa assemblea; (ii) non votare a favore di altre operazioni incompatibili con la fusione; (iii) non alienare le proprie azioni e non compiere ulteriori acquisti di azioni [... società X ...] in pendenza della fusione.

Con riguardo al predetto accordo, vengono sottoposti alla Commissione i seguenti due quesiti:

1) se la stipula del contratto faccia sorgere in capo agli aderenti l'obbligo di opa solidale, ai sensi dell'art. 109 del d.lgs. n. 58/98 ("Testo Unico" o "TUF"), qualora complessivamente la partecipazione in [... società X ...] detenuta dagli aderenti al patto superi la soglia del 30% e uno o più di tali aderenti abbia compiuto acquisti di azioni [... società X ...] nei 12 mesi precedenti la stipula del patto o contestualmente a tale stipula;

2) se, nell'ipotesi di risposta positiva al primo quesito, l'obbligo di opa sorga indipendentemente dall'entità degli acquisti effettuati dagli aderenti al patto nei dodici mesi precedenti la stipula dello stesso patto (ad es. anche nel caso di acquisto di una sola azione), ovvero " *se l'obbligo di opa sorga soltanto se gli acquisti, congiuntamente considerati, abbiano comportato il superamento di una soglia rilevante ai fini opa (ad esempio, se a seguito degli acquisti la partecipazione complessivamente ascrivibile alle parti del contratto sia passata dal 29% al 31% o dal 31% al 35%, e così via)*".

A parere dello Studio ... entrambi i quesiti dovrebbero avere risposta negativa.

Con riguardo al quesito n. 1), lo Studio Legale rappresenta che il citato accordo, sebbene regoli l'esercizio dei diritti di voto e imponga limiti al trasferimento delle azioni, è stipulato in relazione ad un'operazione di fusione, avente motivate ed effettive esigenze industriali, ed è funzionale e strumentale alla realizzazione dell'operazione stessa: ad esito della fusione si estinguerà. Ciò posto, tale accordo, esaurendo la propria efficacia una volta completata l'operazione, non sarebbe un accordo volto a cristallizzare gli assetti proprietari nella quotata [... società X ...] o nella società risultante dalla fusione ovvero a regolare in modo duraturo gli assetti di controllo di tali società con un accordo di voto. Pertanto, tenendo conto della Comunicazione Consob n. 29486 del 18 aprile 2000, il citato accordo non rientrerebbe tra i patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 TUF e in tal modo non sussisterebbe uno dei presupposti per l'applicabilità della disciplina dell'opa obbligatoria di cui all'art. 109 TUF.

Con riguardo, invece, al quesito n. 2), lo Studio Legale sostiene che il dettato letterale dell'art. 109 TUF (" *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 ... 2 ... anche quando gli acquisti siano stati effettuati nei dodici mesi precedenti la stipulazione del patto ovvero contestualmente alla stessa*") implica chiaramente che , " *affinché sorga l'obbligo di opa, gli acquisti in questione debbano riguardare un numero di azioni tale da portare la partecipazione complessiva ascrivibile agli aderenti al patto oltre alle percentuali indicate negli articoli 106 e 108 TUF*".

Ciò esposto, nella citata nota del ... si chiede l'opinione della Consob in proposito.

Successivamente all'invio di tale nota, in data ..., alcuni azionisti della [... società X ...], nell'ambito della descritta operazione di fusione, hanno effettivamente stipulato con la [... società Y ...] dei patti parasociali con un contenuto analogo (1) a quello descritto nel quesito e tali patti sono stati regolarmente pubblicati ai sensi dell'art. 122 TUF. Infatti, come comunicato per le vie brevi dallo Studio ..., le parti, a differenza di quanto rappresentato nella nota del ..., si sono successivamente convinte che tali patti sono differenti dalle tipologie di accordi che nella citata Comunicazione Consob sono indicati come non rilevanti ai sensi dell'art. 122 TUF e, pertanto, hanno ritenuto di pubblicare gli stessi ai sensi della predetta normativa.

Come chiarito nel corso di una riunione con gli Uffici, in data ..., i legali delle società interessate alla fusione ritengono, quindi, che la risposta al primo quesito - relativo all'applicabilità della disciplina dell'opa obbligatoria nell'ipotesi in cui gli aderenti ai patti posseggano complessivamente

più del 30% della quotata - possa trovare risposta negativa non perché tali accordi non siano rilevanti ai sensi dell'art. 122 TUF, come indicato nel quesito del 17.7.2002, ma in quanto all'operazione in esame sarebbe applicabile l'esenzione da fusione di cui all'art. 49, comma 1, lett. f) (2), del Regolamento adottato con delibera n. 11971/99 e successive modifiche ("Regolamento Emittenti"), così come interpretata dalla Consob con la recente Comunicazione n. 2050754 del 22.7.2002.

Si tratterebbe, secondo lo Studio Legale, di patti strettamente connessi e funzionali alla fusione motivata da effettive esigenze industriali. Pertanto, nell'ipotesi in cui aderissero all'accordo soci di [... società X ...] che complessivamente possiedono più del 30% della quotata, sarebbe applicabile la citata esenzione.

Nel corso del citato incontro, infine, è stato rappresentato che agli accordi stipulati con la [... società Y ...] hanno aderito azionisti di [... società X ...] che possiedono meno del 30%. Nell'ipotesi in cui la Consob ritenesse applicabile la citata esenzione potrebbero aderire a tali patti ulteriori azionisti di [... società X ...].

c) Quesiti sugli obblighi informativi e sulla qualifica del NASDAQ:

c.1) quesito sulla possibilità di procedere alla comunicazione dei dati contabili nei tempi concessi dalla normativa americana, vale a dire tramite un annuncio stampa (cosiddetto "Earning Release"), non appena i risultati trimestrali e annuali siano approvati dal Consiglio di Amministrazione della società (tipicamente, l'annuncio viene fatto 4-8 settimane dopo la chiusura del periodo di riferimento), e sull'applicabilità a questo riguardo dell'art. 66, co. 6, lettera (a) del Regolamento CONSOB 11971/1999;

c.2) quesito sulla possibilità di dilazionare la comunicazione delle informazioni *price sensitive* secondo il principio applicabile negli Stati Uniti (qualora cioè l'immediata diffusione dell'informazione possa compromettere il perseguimento degli obiettivi della società, arrecando così un danno alla medesima);

c.3) quesito sull'attuale inserimento o meno del NASDAQ nell'elenco previsto dall'articolo 67 del TUF, e in caso negativo, richiesta del giudizio della CONSOB sulla sostenibilità dell'equiparazione per tale Mercato al Nuovo Mercato italiano, ai fini dell'applicazione del relativo Regolamento.

* * *

In merito agli aspetti sopra evidenziati si premette quanto segue: la [... società Y ...], dopo la fusione per incorporazione di [... società X ...] e la richiesta di ammissione a quotazione al "Nuovo Mercato", continuerà ad avere la sede legale nel Delaware, USA e continuerà ad essere quotata al NASDAQ. Pertanto, si configura l'applicazione della fattispecie regolamentata dal Capo VII, Sezione III del Titolo II del Regolamento CONSOB 11971/1999 sull'Informazione societaria degli Emittenti esteri ed, in particolare, dell'art. 116 riguardante gli Emittenti strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati italiani diversi dalla borsa e aventi sede legale all'estero.

Tale articolo disciplina differentemente i casi in cui le suddette società siano quotate in mercati esteri regolamentati o non regolamentati, comunitari o extra-comunitari e, dunque, al fine di stabilire le modalità di applicazione dell'art. 116, si è determinata la necessità di circostanziare la fattispecie in esame, qualificando, la natura del NASDAQ, come "mercato regolamentato di un paese extra-comunitario" o meno. A tale proposito, appare corretto ritenere che l'indicazione di "mercati regolamentati di un paese extra-comunitario", di cui all'art. 116, compia un indiretto rinvio

all'insieme dei "mercati esteri riconosciuti", così come definiti dall'art. 67, co. 2, del TUF; ciò in quanto i predetti mercati esteri e quindi anche "extra-comunitari", per il fatto di essere inseriti, sulla base del riconoscimento, nell'elenco previsto dall'art. 63, co. 2, sono da considerare equivalenti ai mercati regolamentati italiani ed europei inseriti nello stesso elenco.

Il NASDAQ ad oggi non è inserito in tale elenco, per cui, alla luce di quanto premesso, si ritiene che esso, ai fini dell'applicazione dell'art. 116, co. 1, del regolamento 11971/99, non possa essere considerato un "mercato extra-comunitario regolamentato" e conseguentemente, la disciplina applicabile è quella relativa alla fattispecie prevista al co. 1 dell'art. 116, il quale afferma che " *la CONSOB, all'atto della quotazione, stabilisce, avendo riguardo alla disciplina vigente nel paese d'origine, le informazioni e i documenti da diffondere nonché la lingua di diffusione*".

Tutto ciò premesso, con riguardo ai **quesiti** indicati **sub a)**, in materia di **informazione finanziaria**, si rappresenta quanto segue:

a1) relativamente alla documentazione contabile che verrà diffusa dopo la quotazione, poiché i bilanci e le relazioni trimestrali elaborate dalla [... *società Y* ...], predisposti secondo gli US GAAP sono adeguati a fornire una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria della società e del risultato economico dell'esercizio, così come previsto dall'art. 116 bis del Regolamento 11971, non è necessario l'inserimento di informazioni contabili complementari quali ad esempio la riconciliazione di tali dati secondo gli IAS o i principi contabili italiani. Tuttavia le società interessate dovranno fornire una indicazione delle differenze principali tra i principi contabili statunitensi adottati (US GAAP) e quelli italiani nel documento informativo predisposto per la fusione e nel prospetto di quotazione.

Per quanto concerne la **lingua di diffusione** relativa a tale documentazione si ritiene di poter accogliere la richiesta della società di fornire i dati finanziari (bilanci e dati trimestrali) in lingua inglese;

a2) relativamente ai **pro-forma** da inserire nel documento informativo di fusione, si ritiene, stante quanto sopra indicato, che sia opportuno, anche ai fini di una successiva confrontabilità dei dati contabili, permettere l'inserimento nel documento informativo dei dati pro-forma della società risultante dalla fusione secondo gli US GAAP. In tale documento tuttavia, dovranno essere inseriti oltre ai bilanci predisposti secondo le norme italiane anche i bilanci della [... *società X* ...] rielaborati secondo gli US GAAP al fine di consentire ai soci della [... *società X* ...], in sede di assemblea per l'approvazione di tale operazione, la confrontabilità tra i dati della nuova realtà post fusione e la [... *società X* ...];

a3), da quanto osservato in merito al quesito sub a1), discende che anche nel prospetto di quotazione potranno essere inseriti, stante la necessità della coerenza tra le informazioni fornite nelle diverse fasi dell'operazione, i dati contabili della [... *società Y* ...] elaborati secondo gli US GAAP.

Con riguardo ai **quesiti** indicati **sub b)**, in merito all' **applicabilità della disciplina dell'opa**, si rappresenta quanto segue.

Con riguardo al **quesito n. 1)**, sull'applicabilità della disciplina dell'opa obbligatoria nell'ipotesi in cui gli aderenti ai patti in precedenza descritti posseggano complessivamente più del 30% della quotata, si rappresenta, in primo luogo, che, contrariamente a quanto rappresentato e sostenuto nella nota del ..., le pattuizioni descritte nel quesito risultano rilevanti ai sensi della disciplina di cui

all'art. 122 TUF, come del resto riconosciuto implicitamente dagli stessi aderenti agli accordi i quali hanno successivamente provveduto a pubblicare tali patti ai sensi della predetta normativa.

In secondo luogo, fermo che i patti parasociali stipulati sono rilevanti ai sensi dell'art. 122 TUF e quindi possono costituire presupposto per l'applicabilità della disciplina di cui all'art. 109 TUF, comma 1, lett. a), si ritiene che l'operazione in esame possa rientrare nell'esenzione da fusione di cui all'art. 49, comma 1, lett. f), del Regolamento Emittenti, così come interpretata dalla Consob con la recente Comunicazione n. 2050754 del 22.7.2002.

Più precisamente, con tale Comunicazione si è, in sintesi, reso noto quanto segue:

- si è rilevato con sempre maggiore frequenza che nelle fusioni tra società non legate da rapporti di controllo gli accordi per la *governance* della società risultante dalla fusione, ovvero gli accordi di blocco sulle azioni della medesima società, fanno parte integrante ed inscindibile della stessa operazione di fusione;

- in tali casi si è constatato che gli accordi sulla *governance* sono elementi essenziali per la realizzazione della fusione e così, talvolta, anche gli accordi di blocco e/o prelazione sono funzionali ed indispensabili per la realizzazione del progetto industriale sotteso all'integrazione;

- pertanto, nell'ipotesi in cui la stipula di patti parasociali risulti strettamente funzionale alla realizzazione di una fusione e contestuale agli accordi relativi al progetto di fusione, si può ritenere che gli stessi patti siano parte integrante dell'operazione di fusione e, quindi, che anche tali operazioni rientrino nella lettera dell'art. 49, comma 1, lett. f), a norma del quale non è applicabile la disciplina dell'opa obbligatoria in ipotesi di acquisto rilevante " *conseguente ad operazioni di fusione*";

- tale interpretazione, inoltre, risulta avvalorata dalla modifica che la Consob ha apportato all'art. 49, comma 1, lett. f), indicando esplicitamente, come presupposto per l'applicazione dell'esenzione di cui trattasi, l'approvazione dell'operazione di fusione da parte dell'assemblea della società le cui azioni altrimenti dovrebbero essere oggetto dell'opa obbligatoria. Con tale previsione, infatti, si è voluto evidenziare il ruolo dell'assemblea della quotata la quale, con l'approvazione del progetto di fusione, dovrà essa stessa valutare l'esistenza delle effettive e motivate esigenze industriali che giustificano l'applicazione dell'esenzione. In tale contesto, gli accordi parasociali raggiunti in concomitanza dell'accordo sul progetto di fusione e resi noti prima della predetta assemblea, sia con le modalità di pubblicazione di cui all'art. 122 TUF sia nella relazione degli amministratori all'assemblea ovvero, se redatto, nel documento di fusione, saranno considerati dalla medesima assemblea nell'ambito della valutazione complessiva volta all'approvazione del progetto di fusione.

Con riguardo al caso di specie, sembra che i presupposti in precedenza elencati per l'applicazione dell'esenzione da fusione di cui al citato art. 49, comma 1, lett. f) siano rinvenibili nel caso di specie.

In particolare, i patti sopra descritti, così come rappresentati, appaiono funzionali e strettamente connessi alla realizzazione della fusione e, quindi, parte integrante degli accordi raggiunti dagli azionisti rilevanti di [... società X ...] e [... società Y ...] sul progetto di fusione: si tratta, infatti, sostanzialmente, di impegni assunti dagli azionisti di [... società X ...] nei confronti della [... società Y ...] a non alienare le azioni possedute fino alla data di efficacia della fusione e a votare nell'assemblea straordinaria a favore della stessa fusione. Tali accordi, quindi, si estingueranno con l'efficacia della stessa fusione.

Inoltre, si tratta di accordi stipulati e resi noti attraverso gli obblighi di pubblicità di cui all'art. 122 TUF prima dello svolgimento dell'assemblea di [... società X ...] che voterà tale fusione.

Infine, fermo che le valutazioni sull'esistenza di effettive esigenze industriali spetterà, come detto, all'assemblea della [... società X ...], per ciò che compete alla Consob, si può affermare che, *prima facie*, non appare irragionevole ritenere che la fusione stessa sia motivata dall'obiettivo di sfruttare le sinergie esistenti tra le due società, entrambe operanti nel settore della biotecnologia. Le due società, inoltre, risultano avere stretto rapporti commerciali dal febbraio 1998, data in cui hanno stipulato un contratto di licenza e collaborazione relativo allo sviluppo clinico di un antibiotico scoperto dalla [... società X ...].

In conclusione, si ritiene che nell'ipotesi in cui i citati accordi parasociali, rilevanti ai sensi dell'art. 122 TUF, siano estesi ad altri soci, venendo a vincolare complessivamente più del 30% di [... società X ...], potrà ritenersi applicabile l'esenzione da fusione prevista dall'art. 49, comma 1, lett. f), in quanto tali accordi possono essere considerati strettamente connessi alla fusione.

Con riguardo, infine, al **quesito n. 2)**, considerato che la risposta al primo quesito è nel senso della non applicabilità dell'obbligo di opa per gli aderenti al patto, lo stesso, con riguardo al caso di specie, risulta superato.

Relativamente, ai **quesiti** indicati **sub c)**, in merito agli **obblighi informativi e alla qualifica del NASDAQ**, si rappresenta quanto segue:

c.1) *possibilità di procedere alla comunicazione dei dati contabili nei tempi concessi dalla normativa americana e applicabilità dell'art. 66, co.6, lettera a), reg. 11971/99-* in sede di valutazione dell'ammissione della Società alla negoziazione presso il Nuovo Mercato, la Commissione terrà in considerazione la norma a cui è sottoposto l'emittente nel mercato di origine, al fine di verificarne l'adeguatezza e la coerenza con la disciplina italiana. Peraltro, sulla base delle informazioni già ricevute, si evince che la disciplina americana in proposito non sembra essere in contrasto con quella italiana e si può quindi già ritenere che, in questa circostanza, l'art. 66, co. 6, lettera (a), del regolamento emittenti, trovi adeguata applicazione;

c.2) *possibilità di dilazionare la comunicazione delle informazioni price sensitive secondo il principio applicabile negli Stati Uniti-* si ritiene che si debba applicare l'art. 114, co. 4, del TUF, il quale stabilisce che la CONSOB può escludere parzialmente o temporaneamente la comunicazione delle informazioni degli emittenti quotati e dei soggetti che li controllano, ma non senza preventivo reclamo motivato di questi ultimi e solo se ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali. Quindi, attualmente è senz'altro da escludere la dilazione automatica della comunicazione a discrezione della Società e senza una esplicita deroga della CONSOB, conseguente alla presentazione a quest'ultima di un reclamo motivato da parte della Società stessa (3);

c.3) *qualifica del NASDAQ-* per quanto già evidenziato in premessa, il NASDAQ non è incluso nell'elenco previsto dall'articolo 67 del TUF e, di conseguenza, non può essere considerato un mercato regolamentato in quanto non è riconosciuto nel nostro Paese; da ciò ne deriva che per esso non si possa sostenere l'equiparazione al mercato regolamentato "Nuovo Mercato", ai fini dell'applicazione del relativo Regolamento.

IL PRESIDENTE
Luigi Spaventa

1. In particolare, la [... società Y ...] ha stipulato degli accordi con la società [... società Z ...], attualmente titolare del 9,8% di [... società X ...], con il Dott. ..., Amministratore Delegato di quest'ultima società e titolare del 11,5% circa e con il Dott. ..., Presidente della società e titolare del 5,7 % circa. La [... società Z ...] si è impegnata, in sintesi, nei confronti della società [... società Y ...] a: (i) non trasferire e non costituire alcun vincolo su n. 808.145 azioni [... società X ...] di sua proprietà, pari al 6,646% del capitale sociale sottoscritto e versato alla data del 30 luglio 2002 (le "Azioni"); (ii) non stipulare alcun contratto avente ad oggetto il trasferimento delle Azioni o dei diritti ad esse inerenti ovvero sindacati di voto; (iii) partecipare all'assemblea relativa alla fusione e votare a favore dell'approvazione del progetto di fusione e contro l'approvazione di qualsiasi altra delibera diversa dal progetto di fusione e che non abbia ad oggetto l'approvazione di un'operazione che preveda la possibilità per tutti gli azionisti di [... società X ...] di cedere le proprie azioni dietro corrispettivo in denaro; (v) non acquistare o ottenere in alcun modo azioni [... società X ...] per tutta la durata dell'Accordo. Gli impegni assunti da [... società Z ...] nei confronti di [... società Y ...] rimarranno validi ed efficaci fino al verificarsi del primo dei seguenti eventi: (i) avviso di non dar più corso alla fusione; (ii) svolgimento dell'assemblea di [... società X ...] convocata per l'approvazione del progetto di fusione; o comunque (iii) il 28 febbraio 2003. Il Dott. ... e il Dott. ... si sono vincolati nei confronti della [... società Y ...] a: (i) non trasferire e a non costituire alcun vincolo sulle proprie azioni [... società X ...](rispettivamente n. 674.485 azioni ordinarie, pari al 5,547% del capitale sociale sottoscritto e versato alla data del 30 luglio 2002, il Dott. ..., e n. 1.345.968 azioni ordinarie, pari al 11,068 % del capitale sociale sottoscritto e versato alla data del 30 luglio 2002, il Dott. ...); (ii) partecipare all'assemblea sulla fusione di [... società X ...] e votare a favore del progetto di fusione. L'impegno di cui al precedente punto (i) resterà efficace sino alla data della delibera assembleare di [... società X ...] che approva il progetto di fusione; l'impegno di cui al precedente punto (ii) sarà efficace sino alla data di perfezionamento della fusione per incorporazione.

2. Come noto l'art. 106, comma 5, lett. e), del d.lgs. n. 58/98 ("TUF") , prevede che "5. *La Consob stabilisce con regolamento i casi in cui il superamento della partecipazione indicata nel comma(n.d.r. 30%) non comporta l'obbligo di offerta ove... sia determinato da:e) operazioni di fusione o di scissione*". L'art. 49, comma 1, lett. f), del Regolamento Emittenti, in attuazione della predetta disposizione legislativa, prevede, a seguito della modifica dell'aprile 2001, che: "*1. L'acquisto non comporta l'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 del Testo Unico se: ... f) è conseguente ad operazioni di fusione o scissione approvate, in base ad effettive e motivate esigenze industriali, con deliberaassembleare della società le cui azioni dovrebbero altrimenti essere ometto di offerta.*".

3. A titolo meramente informativo, si evidenzia che attualmente la proposta di direttiva in materia di "market abuse" in corso di approvazione prevede che il differimento della diffusione delle "inside information" può essere deciso dagli emittenti in modo autonomo, sia pure sulla base di un interesse legittimo, senza preventiva esplicita deroga da parte dell'Autorità di vigilanza previa richiesta degli interessati

Comunicazione n. DEM/3077483 del 28-11-2003

inviata alla S.S. Lazio spa e allo studio legale Ripa di Meana

Oggetto: Quesito in merito all'applicabilità della disciplina dei patti parasociali di cui all'art. 122 del d.lgs. n. 58/98 e della disciplina dell'acquisto di concerto di cui all'art. 109 del d.lgs. n. 58/98 agli accordi stipulati tra la S.S. Lazio S.p.A. ed alcuni giocatori

1. Premessa

Si fa riferimento al quesito trasmesso in data 7 ottobre u.s. dallo Studio Ripa di Meana per conto della S.S. Lazio S.p.A. (di seguito "Lazio" o "Società") relativo all'applicabilità della disciplina dei patti parasociali di cui all'art. 122 del d.lgs. n. 58/98 ("TUF") e della disciplina dell'opa obbligatoria di cui all'art. 109, comma 1, lett. a), TUF, agli accordi stipulati nel maggio 2003 tra la Lazio ed alcuni giocatori professionisti e all'accordo stipulato nell'ottobre 2003 tra la Lazio e il tecnico Zaccheroni.

In particolare, il quesito concerne l'applicabilità delle citate discipline agli impegni di sottoscrizione di un aumento di capitale riservato ai dipendenti della Lazio e agli impegni di non alienazione delle azioni sottoscritte, assunti da alcuni giocatori e dal tecnico Zaccheroni con i seguenti accordi: gli accordi quadro stipulati tra la Società e 20 giocatori di cui 18 perfezionati in data 7 maggio 2003 e due in data 16 maggio 2003; i 20 accordi individuali recettizi - con alcune previsioni derogatorie - delle previsioni di cui ai predetti accordi quadro; un contratto individuale stipulato in data 6 ottobre 2003 tra la Lazio e il tecnico Zaccheroni.

Alla data del quesito i predetti impegni concernono 19 calciatori in quanto, con uno dei 20 accordi individuali parzialmente derogatori degli accordi quadro, uno dei calciatori è stato liberato dall'impegno di sottoscrizione e conseguentemente dall'impegno di non alienazione.

Successivamente al quesito, in data 21.10.2003, la Società ha sottoscritto con il tecnico Zaccheroni un accordo per la risoluzione del rapporto di prestazione sportiva, con efficacia dal 19 ottobre 2003, che ha comportato il venir meno degli impegni di sottoscrizione e di non alienazione previsti dal contratto del 6 ottobre u.s..

Attualmente, come reso noto dalla Società con avviso pubblicato in data 13 novembre 2003 - a seguito della cessione dei diritti di prestazione sportiva e degli accordi raggiunti con quattro calciatori - sono venuti meno gli impegni di quest'ultimi a sottoscrivere il futuro aumento di capitale riservato ai dipendenti. Pertanto, considerato anche il venir meno dell'impegno del tecnico Zaccheroni, rimangono vincolati alla sottoscrizione del citato aumento di capitale 15 giocatori per un ammontare complessivo di euro 11.038.169,42.

Infine, nel predetto avviso è precisato che " *assumendo che il prezzo di emissione non subisca variazioni rispetto a quanto stabilito dal Consiglio di Amministrazione del 3 ottobre 2003 (€ 0,055 per ogni azione di nuova emissione) ed assumendo la totale sottoscrizione delle azioni da parte dei dipendenti firmatari degli Accordi Quadro, si stima che saranno emesse massime circa n 455 milioni di azioni rappresentanti circa il 16% del capitale post aumento.*"

2. Sintesi del quesito

2.1. Con riferimento agli accordi con i calciatori nel quesito si espone, in sintesi, quanto segue.

In via preliminare, si precisa che i calciatori professionisti - al pari del tecnico - fino al momento della risoluzione del contratto di prestazione sportiva, " *sono dipendenti, con contratto a tempo determinato (in nessun caso superiore a cinque anni per espressa previsione della normativa della Federazione Italiana Gioco Calcio), della Lazio.*".

Inoltre, sempre in via preliminare, si precisa che gli accordi quadro con i calciatori, anche se risultano perfezionati nella forma di un unico documento di proposta (in un caso trasmesso da parte di diciotto calciatori e nell'altro caso da parte di due calciatori), per espressa previsione contrattuale, rappresentano una pluralità di autonomi rapporti contrattuali della Lazio con ciascuno dei venti calciatori firmatari e, quindi, non comportano alcuna assunzione di obbligazioni tra i venti calciatori complessivamente firmatari degli accordi quadro. L'autonomia e l'assenza di alcun impegno tra i dipendenti è altresì ribadita nell'accordo con il tecnico Zaccheroni. Tale autonomia dei contratti è inoltre avvalorata dalla circostanza che gli accordi individuali recettizi hanno comportato anche delle deroghe alle previsioni contenute negli accordi quadro, deroghe che sono state negoziate individualmente da ogni giocatore anche con riguardo alle specifiche condizioni e caratteristiche del proprio contratto di lavoro di prestazione sportiva.

Ciò premesso, nel quesito si rappresenta che gli accordi quadro con i calciatori prevedono, in sintesi, quanto segue:

a) una parziale dilazione dei termini di pagamento delle retribuzioni dovute rispettivamente a ciascuno dei calciatori per le attività che dovessero essere prestate entro il 30 giugno 2005, senza pagamento di interessi o rivalutazioni;

b) un impegno da parte dei calciatori - che dovessero risultare ancora dipendenti a tale data - alla sottoscrizione di un futuro aumento di capitale riservato in tutto o in parte ai calciatori e, eventualmente, a discrezione della società, ad altri dipendenti e/o amministratori. Tale aumento di capitale riservato dovrà essere deliberato entro il 20 dicembre 2003 sino alla misura massima del credito da ciascuno vantato nei confronti della società per la stagione 2002-2003 ("impegno di sottoscrizione");

c) un impegno da parte di ciascuno dei calciatori a non trasferire per otto mesi dalla data di sottoscrizione le azioni di nuova emissione acquistate per effetto dell'aumento di capitale ad essi riservato ("impegno di *lock-up*");

d) il prezzo delle azioni di nuova emissione sarà calcolato sulla base dei medesimi parametri che sono stati indicati dall'assemblea straordinaria della Società in data 24 marzo 2003 per individuare il prezzo per la sottoscrizione dell'aumento di capitale deliberato in tale sede (aumento poi concluso in data 7 agosto 2003), con uno sconto pari al 10%;

e) negli accordi è espressamente previsto che i calciatori, sottoscrivendo tali contratti, "*non intendono assumere, non assumono e, peraltro, non assumeranno tra essi Calciatori e/o con la Società alcun impegno che comporti l'indirizzo e/o il coordinamento della gestione societaria. L'impegno a sottoscrivere e l'interesse della Società alla sottoscrizione sono volti - oltre agli obiettivi di cui in premessa(1)- anche ad una fidelizzazione del rapporto con i calciatori così come lo è l'impegno di lock-up il quale è altresì finalizzato ad una stabilizzazione dell'andamento del titolo*". Conseguentemente, sia l'impegno di sottoscrizione che l'obbligo di *lock-up* verranno meno se il rapporto di lavoro dovesse cessare prima di tale sottoscrizione e il *lock-up* anche nell'ipotesi in cui il rapporto di lavoro cessasse in pendenza del periodo di *lock-up*. Ciò posto, le parti hanno espressamente dichiarato di non ravvisare l'esistenza di alcun patto parasociale negli accordi ma

hanno proceduto " *in via meramente prudenziale*" agli adempimenti pubblicitari previsti dall'articolo 122 TUF.";

f) sia l'impegno di sottoscrizione che l'impegno di *lock-up* non sono ancora produttivi di effetti in quanto la loro efficacia è sospensivamente condizionata al verificarsi di entrambi i seguenti eventi:

i) la Consob non rinvenga, quale conseguenza di entrambi gli indicati impegni, un obbligo di opa a carico di alcuno dei soggetti firmatari degli accordi e/o degli azionisti della Lazio quali risultanti alla data di firma degli accordi e/o alla data del quesito. Qualora la Consob dovesse affermare l'obbligo di opa solo quale conseguenza dell'impegno di *lock-up*, sostenendo l'inesistenza dell'obbligo di opa in relazione al solo impegno di sottoscrizione, solo quest'ultimo obbligo sarà efficace *ex tunc* (e la presente condizione si avrà per avverata) mentre l'impegno di *lock-up* non sarà produttivo di alcun effetto. Qualora invece la Consob ravvisasse un obbligo di opa in relazione al solo impegno di sottoscrizione la condizione si avrà per non avverata. La condizione sospensiva prevede un termine di avveramento fissato dalle parti al 30 novembre 2003;

ii) l'aumento di capitale riservato sia deliberato dall'assemblea straordinaria degli azionisti della Lazio entro il termine del 20 dicembre 2003.

2.2. Ciò rappresentato, la Lazio chiede alla Consob " *di confermare come la assunzione (e quindi la relativa esecuzione) degli impegni di sottoscrizione e di lock-up non determini*":

- alcun obbligo di opa a carico dei firmatari degli accordi e/o di un qualunque azionista della Lazio, risultante sia alla data di sottoscrizione degli accordi e sia successivamente sino alla data del quesito.

3. Considerazioni di carattere preliminare

3.1. Come rappresentato, con il quesito in esame la Lazio chiede a questa Commissione se a seguito della sottoscrizione degli accordi tra la Società e i giocatori, quest'ultimi e/o gli attuali soci rilevanti della Lazio siano soggetti alla disciplina dell'opa obbligatoria solidale di cui all'art. 109, comma 1, lett. a), TUF, sia con riguardo al momento della sottoscrizione di tali accordi sia successivamente a tale sottoscrizione.

Come noto, l'art. 109, comma 1, lett. a) prevede che " *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;*".

I presupposti per l'applicabilità della disciplina dell'opa obbligatoria solidale a soggetti aderenti ad un patto sono, quindi, i seguenti:

a) stipula di un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122 TUF;

b) uno o più acquisti a titolo oneroso effettuati anche da un solo aderente al patto;

c) superamento della soglia del 30% (per l'opa di cui all'art. 106 TUF) ovvero del 90% (per l'opa residuale di cui all'art. 108 TUF) a seguito di tali acquisti a titolo oneroso.

Ciò posto, con riguardo alla fattispecie in esame, si è verificato, anche alla luce delle considerazioni esposte nel quesito della Lazio, se sussistano o possano venire a sussistenza, a seguito della sottoscrizione da parte dei calciatori dell'aumento di capitale riservato, i suddetti presupposti.

3.2. Con riguardo al momento della stipula degli accordi in esame (maggio 2003), non avendo i calciatori ancora sottoscritto l'aumento di capitale riservato, non si sono riscontrati i presupposti della disciplina dell'opa obbligatoria indicati alle precedenti lettere b) e c), ovvero degli acquisti a titolo oneroso da parte degli aderenti agli accordi in esame che abbiano comportato il superamento della soglia del 30%.

Ciò posto, anche qualora tali acquisti vi fossero stati e i citati accordi fossero risultati rilevanti ai sensi dell'art. 122 TUF, vi sarebbe stato un altro motivo che avrebbe portato a ritenere non applicabile la predetta disciplina dell'opa obbligatoria.

In particolare, come anche esposto nel quesito sotto il titolo "assenza di requisiti soggettivi", in quel periodo la Lazio era controllata con una partecipazione superiore al 50% dal dott. Cragnotti e ciò rendeva comunque applicabile l'esenzione dall'opa obbligatoria prevista dal combinato disposto degli articoli 106, comma 5, TUF e 49, comma 1, lett. a) del Regolamento Emittenti.

Più precisamente, l'art. 106, comma 5, TUF, prevede tra l'altro che "*La Consob stabilisce con regolamento i casi in cui il superamento della partecipazione indicata nel comma 1 (n.d.r 30%) non comporta l'obbligo di offerta ove sia realizzato in presenza di altri soci che detengono il controllo....*".

In attuazione di tale disposizione la Consob ha previsto nell'art. 49, comma 1, lett. a) del Regolamento Emittenti che "*L'acquisto non comporta l'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 del Testo Unico se: a) un altro socio, o altri soci congiuntamente, dispongono della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria*".

Appare, quindi, evidente che fino al momento in cui la Lazio è stata controllata di diritto dal dott. Cragnotti non si sarebbe potuto riscontrare alcun obbligo di opa in capo ad altri soci che avessero eventualmente superato, singolarmente o congiuntamente, la soglia del 30%.

3.3. Con riguardo al periodo successivo alla perdita del controllo della Lazio da parte del dott. Cragnotti, ovvero a seguito della conclusione dell'aumento di capitale in data 7 agosto 2003, si osserva quanto segue.

Gli accordi in esame sono stati stipulati tra la Lazio e alcuni calciatori e a seguito della sottoscrizione dell'aumento di capitale riservato, secondo quanto reso noto dalla stessa Società con l'avviso pubblicato in data 13 novembre 2003, i 15 calciatori ancora vincolati dall'impegno di sottoscrizione sottoscriveranno complessivamente azioni pari al 16% del capitale della Lazio post aumento.

Pertanto, anche a voler considerare gli accordi bilaterali che vincolano la Lazio e i propri calciatori come un unico accordo, gli aderenti a tale patto avranno complessivamente una percentuale inferiore alla soglia del 30%.

Né a tale percentuale potranno essere sommate le partecipazioni possedute dagli altri azionisti rilevanti della Lazio. Infatti, condividendo quanto rappresentato al riguardo nel quesito in esame, si ritiene che i contratti stipulati dalla Società con i giocatori non potranno essere indirettamente ricondotti agli azionisti rilevanti di tale Società in quanto, attualmente, nessuno di questi ha

dichiarato di controllare la Lazio ai sensi dell'art. 93 TUF, né singolarmente, in forza della sua partecipazione, né tramite un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122 TUF.

Più precisamente, si fa riferimento al dettato dell'art. 109, comma 1, lettere a) e b):

" 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 di essi, una partecipazione complessiva superiore alle percentuali indicate nei predetti articoli:

a) gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall'art. 122;

b) un soggetto e le società da esso controllate....".

Leggendo in modo congiunto quanto disposto dalla lettera a) e dalla lettera b), si può ritenere quanto segue⁽²⁾: poiché ai fini della disciplina dell'opa solidale debbono essere considerate cumulativamente le partecipazioni possedute in una quotata da un soggetto e dalle sue controllate, se una o più di tali controllate partecipano ad un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122, per la proprietà transitiva, debbono essere considerate cumulativamente non solo le partecipazioni di coloro che direttamente hanno aderito al patto ma anche le partecipazioni di coloro che controllano gli aderenti a tale patto.

Con riferimento al caso di specie, gli aderenti agli accordi sono i calciatori e la Lazio e nessuno degli azionisti della Società ha dichiarato di controllare la stessa ai sensi dell'art. 93 TUF. In particolare, con le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti di cui all'art. 120 TUF nessun azionista ha dichiarato di disporre di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante sull'assemblea ordinaria della Lazio e, quindi, per esercitare il controllo di fatto sulla Società. Inoltre, nessun patto parasociale tra gli azionisti della Lazio è stato pubblicato ai sensi dell'art. 122 TUF.

Considerate tali dichiarazioni e tenuto conto che allo stato non sono stati rinvenuti dalla Consob elementi per i quali ritenere che attualmente la Lazio sia controllata ai sensi dell'art. 93 TUF singolarmente o tramite patti rilevanti ai sensi dell'art. 122 TUF, si ritiene che le partecipazioni possedute dagli azionisti della Lazio, nell'ipotesi in cui gli accordi tra i calciatori e la Società fossero ritenuti rilevanti ai sensi dell'art. 122 TUF, non potranno essere sommate alle partecipazioni che i calciatori avranno a seguito della sottoscrizione dell'aumento di capitale loro riservato.

Ciò posto, considerato che a seguito della sottoscrizione dell'aumento di capitale, sulla base degli elementi attualmente a disposizione della Consob, non risulta superata la soglia di rilevanza della disciplina dell'opa obbligatoria (30%), questa Commissione ha comunque provveduto ad esaminare la questione della riconducibilità dei citati impegni di lock-up e di sottoscrizione alle fattispecie di cui all'art. 122 TUF.

4. Considerazioni di carattere generale sui patti rilevanti ai sensi dell'art. 122 TUF

4.1. La Consob, come noto, con Comunicazione n. 29486 del 18.4.2000 in risposta ad alcuni quesiti in merito all'applicabilità della disciplina dei patti parasociali di cui agli articoli 122 e 123 TUF ai c.d. accordi di *lock-up*, ai contratti di compravendita (a pronti o a termine), ai contratti *futures*, ai contratti di opzione *put* e *call* nonché agli accordi c.d. di *overallotment options*, ha effettuato un'approfondita e complessiva valutazione delle tipologie di patti parasociali indicati nell'art. 122 TUF, al fine di individuare in via generale i limiti di applicabilità di tale disciplina.

In particolare, l'art. 122 TUF non detta una definizione generale di patto parasociale individuando in modo specifico gli elementi strutturali che devono necessariamente essere presenti per potersi avere un patto di sindacato, ma elenca un'ampia tipologia di accordi cui si applica la disciplina in oggetto.

Tuttavia, mentre alcune formulazioni individuano chiaramente alcuni patti "tipici" quali i patti di voto (art. 122, comma 1) ovvero i patti di consultazione (art. 122, comma 5, lett. a), più complesso è apparso individuare l'ambito di applicabilità delle disposizioni di cui al comma 5, lettere b), c), d), considerata l'ampia formulazione utilizzata.

Ciò considerato, al fine di evitare che, in forza del tenore letterale della norma, la disciplina dei patti potesse essere estesa anche a contratti che nulla avevano a che fare con le pattuizioni di natura parasociale, con la predetta Comunicazione si è, in sintesi, precisato quanto segue:

" L'art. 122 per individuare i patti parasociali rilevanti ai fini di tale normativa indica espressamente gli effetti di tali contratti (ad es. "patti...che pongono limiti al trasferimento delle azioni o di strumenti finanziari"): pertanto affinché dei contratti possano essere qualificati come parasociali, ai sensi dell'art. 122, occorrerà necessariamente che producano gli effetti indicati nella medesima norma.

Tuttavia quest'ultimo costituisce un elemento necessario ma non sufficiente per individuare degli accordi parasociali. L'ulteriore elemento necessario è che il contratto persegua la funzione propria dei patti parasociali: funzione che può essere sinteticamente individuata nello scopo di dare un indirizzo unitario all'organizzazione e alla gestione sociale (ad es. attraverso accordi sul voto ovvero obblighi di preventiva consultazione) e nello scopo di "cristallizzare" determinati assetti proprietari (ad es. attraverso accordi blocco, di prelazione o di covendita).

Tale interpretazione, secondo la quale la disciplina in esame è applicabile solo ai patti che hanno per oggetto o per effetto quanto indicato nell'art. 122 e che si caratterizzano per l'incidenza sugli assetti proprietari delle società quotate, è confortata dalla ratio sottesa alla medesima disciplina.

L'art. 91 del Testo Unico individua nell'efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali gli obiettivi a cui deve tendere l'intera disciplina degli emittenti quotati. Le regole legislative e quelle stabilite dalla Consob in materia di patti parasociali appaiono sicuramente coerenti con le predette finalità.

L'art. 122, infatti, garantisce l'assoluta trasparenza sugli assetti proprietari delle società quotate costituendo, da un lato, uno strumento primario di tutela delle minoranze azionarie e del pubblico dei risparmiatori in genere e consentendo, dall'altro, a coloro che hanno delle mire su una società quotata di conoscere l'effettiva contendibilità della stessa. L'art. 123, invece, relativo alla durata dei patti e alla facoltà di recesso in caso di opa, è chiaramente diretto a incrementare la contendibilità del controllo delle società quotate perseguendo in tal modo "l'efficienza del mercato del controllo societario".

Si ritiene, pertanto, che soltanto quegli accordi che, oltre a produrre i predetti effetti, hanno lo scopo di incidere sugli assetti proprietari e sulla contendibilità del controllo degli emittenti quotati, assumano rilevanza ai fini della disciplina in esame."

4.2. Al riguardo, è utile rammentare che le conclusioni raggiunte dalla Consob in merito agli elementi qualificanti i patti parasociali sono state recepite nella nuova definizione di patto parasociale introdotta nel codice civile dal d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6 e che entrerà in vigore dall'1 gennaio 2004.

Si fa riferimento alla definizione contenuta nel nuovo art. 2341 *bis* c.c. (" *Patti parasociali*") secondo il quale " *I patti, in qualunque forma stipulati, che al fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società:*

a) hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni o nelle società che le controllano;

b) pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o di quelle delle loro controllanti;

c) hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società, non possono avere durata superiore a cinque anni e si intendono stipulati per questa durata anche se le parti hanno previsto un termine maggiore; i patti sono rinnovabili alla scadenza.

Qualora il patto non preveda un termine di durata, ciascun contraente ha diritto di recedere con un preavviso di sei mesi.

Le disposizioni di questo articolo non si applicano alle clausole accessorie di accordi di collaborazione nella produzione o nello scambio di beni o servizi e relativi a società interamente possedute dai partecipanti all'accordo."

Ai fini che qui interessano risulta rilevante anche quanto scritto con riguardo a tale norma nella relazione illustrativa al d.lgs. n. 6/2003. In particolare, nel par. 2 intitolato " *Patti parasociali*" si legge: " *Si è mirato a cogliere la comune funzione delle diverse fattispecie di patti parasociali, individuandola nel fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società, e ciò anche per scongiurare il rischio, già manifestatosi in relazione alle società quotate, di un'impropria estensione delle norme sui patti parasociali a fattispecie che nulla hanno a che vedere con questi. A tali effetti è stato anche chiarito che le norme sui patti parasociali non si applicano a clausole accessorie di accordi di collaborazione nella produzione o nello scambio di beni o di servizi e relativi a società interamente possedute dai partecipanti all'accordo"*.

Ciò posto, benché la disciplina civilistica dei patti parasociali potrebbe non essere ritenuta applicabile alle società quotate e alle loro controllanti per le quali è prevista la disciplina speciale di cui agli articoli 122 e 123 TUF (3), la stessa risulta comunque importante per avvalorare la conclusioni raggiunte dalla Consob nella citata Comunicazione rispetto all'ambito di applicazione della disciplina dei patti parasociali prevista dal Testo Unico della Finanza.

5. Impegni di *lock-up*, impegni di sottoscrizione e art. 122 TUF

5.1. Con la citata Comunicazione del 18.4.2000 la Consob si è pronunciata, tra l'altro, sulla riconducibilità dei c.d. accordi di *lock-up* alla fattispecie dei patti parasociali di cui all'art. 122 TUF.

In particolare, la Comunicazione fa riferimento a quegli specifici accordi che, secondo una prassi consolidata, sono stipulati tra gli offerenti, lo *sponsor* e i coordinatori dei consorzi di collocamento nell'ambito delle procedure finalizzate alla quotazione di azioni su mercati regolamentati.

Tali accordi, che normalmente trovano sede nei contratti di collocamento quali specifiche clausole degli stessi ovvero in autonomi contratti funzionalmente collegati ai medesimi, hanno la funzione di assicurare "stabilità" al mercato degli strumenti finanziari "neo quotati" e si sostanziano nell'assunzione - da parte dei soggetti offerenti o comunque possessori delle azioni - di impegni a non alienare, dare in pegno o, in generale, disporre delle azioni possedute, per un determinato

periodo successivo alla quotazione, ovvero a non esercitare il diritto di voto nelle assemblee convocate per deliberare su nuove emissioni di azioni.

Tali accordi, quindi, in quanto prevedono degli impegni a "non votare" a favore di alcune delibere straordinarie, hanno per oggetto quanto indicato nell'art. 122, comma 1,: " *i patti, in qualunque forma stipulati, aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano*".

Nello stesso tempo, poiché contengono delle clausole che obbligano gli offerenti a non cedere o comunque disporre delle azioni possedute per un determinato periodo di tempo, appaiono altresì idonei a produrre gli effetti di cui alla lettera b), comma 5, del citato articolo 122: i patti, in qualsiasi forma stipulati, che pongono limiti al trasferimento delle azioni o degli strumenti finanziari che danno diritto di acquistare o sottoscrivere quest'ultime.

Tuttavia, nella citata Comunicazione si è evidenziato che la funzione di tali contratti è diversa da quella che solitamente viene attribuita ai patti parasociali: dare un indirizzo unitario alla gestione sociale e cristallizzare determinati assetti proprietari.

I *lock-up*, infatti, come spesso è precisato nelle premesse di tali contratti, hanno lo scopo di stabilizzare l'andamento dei titoli nel periodo immediatamente successivo all'inizio delle negoziazioni, evitando oscillazioni negative dei prezzi, successivamente alla chiusura delle offerte globali, per effetto dell'immissione sul mercato di ulteriori azioni rispetto a quelle collocate con le medesime offerte. Si tratta, quindi, di accordi funzionalmente collegati ai contratti di collocamento, volti ad assicurare il buon esito di tali operazioni.

Ciò considerato, si è ritenuto che " *negli accordi di lock-up gli obblighi relativi all'esercizio del diritto di voto non siano volti ad incidere sugli assetti di potere delle quotate e così le clausole relative al divieto di vendita non perseguano l'obiettivo di stabilizzare determinati assetti proprietari. Pertanto, benché tali accordi producano gli effetti esplicitamente indicati nell'art. 122, tuttavia non presentano il secondo elemento ritenuto necessario per individuare i patti parasociali: la funzione "tipica" di tali accordi, come sopra individuata. Conseguentemente, agli stessi non sarà applicabile la disciplina di cui agli artt. 122 e 123 del Testo Unico.*"

5.2. Benché la suddetta Comunicazione, come detto, si riferisca a specifici contratti di *lock-up*, ovvero i contratti che solitamente sono stipulati tra gli offerenti, lo sponsor e i coordinatori dei consorzi di collocamento nell'ambito delle offerte pubbliche finalizzate alla quotazione di azioni su mercati regolamentati, tuttavia, i principi in essa individuati possono essere mutuati per valutare l'applicabilità della disciplina di cui all'art. 122 TUF con riguardo ad altri accordi che pongono limiti al trasferimenti di azioni, definiti sempre " *lock-up*".

In particolare, con riferimento ad una operazione di offerta pubblica di scambio promossa tra dicembre 2000 e gennaio 2001 da una società italiana quotata in Italia su azioni di una società tedesca quotata al *Neuer Markt* di Francoforte (4), la Consob, benché l'operazione avesse delle caratteristiche diverse da quelle esaminate nella predetta Comunicazione, sulla base dei principi ivi esposti, aveva ritenuto che gli impegni di non alienazione di azioni della società italiana assunti da alcuni azionisti della società tedesca con la medesima quotata italiana - definiti anch'essi *lock-up* - non rientrassero nella disciplina di cui all'art. 122 TUF in quanto volti esclusivamente alla stabilizzazione dei titoli della quotata italiana.

Ugualmente, nell'ambito di operazioni di IPO volte alla quotazione in cui vi sono *tranches* riservate ai dipendenti ovvero nell'ambito di aumenti di capitale riservati ai dipendenti in forza di piani di

stock options, sono stati di frequente riscontrati degli impegni di non alienazione in capo ai dipendenti che sottoscrivono le azioni denominati anch'essi impegni di *lock-up*.

Anche tali accordi di *lock-up* non sono stati considerati rilevanti ai sensi della disciplina di cui all'art. 122 TUF, in quanto si è ritenuto che il loro scopo sia essenzialmente da individuare in una delle tipiche finalità dei piani di *stock options*: la fidelizzazione dei dipendenti.

Più precisamente, si è ritenuto che tali impegni, oggetto solitamente delle stesse delibere assembleari che approvano gli aumenti di capitale al servizio delle offerte ai dipendenti, non abbiano lo scopo di incidere sugli assetti di controllo delle quotate e di cristallizzare determinati assetti proprietari, ma quello di collegare per un periodo di tempo relativamente stabile l'interesse del dipendente all'andamento del titolo della società nonché, talvolta, se l'aumento riservato è di una certa consistenza, quello di stabilizzare l'andamento del titolo evitando che i dipendenti, dopo aver sottoscritto le azioni, le rivendano immediatamente sul mercato provocando un impatto negativo sui relativi prezzi.

Tali impegni di non alienazione nell'ambito delle offerte ai dipendenti non sono oggetto, quindi, di pubblicazione ai sensi dell'art. 122 TUF ma sono resi noti al mercato con una specifica informativa nei prospetti informativi relativi a tali offerte.

5.3. Tenendo conto di quanto sopra rappresentato, con specifico riguardo agli impegni di sottoscrizione e di *lock-up* assunti dai calciatori con la Lazio, si ritiene di concordare con quanto esposto nel quesito in esame in merito alla non rilevanza di tali impegni ai sensi dell'art. 122 TUF.

In particolare, si osserva che:

- tali impegni devono essere esaminati tenendo conto delle " *mutate condizioni di mercato che hanno investito l'intero settore di riferimento*"(5);

- come si legge negli stessi accordi quadro tali contratti perseguono l'obiettivo, comune alla Società e ai calciatori, del risanamento e del rilancio della Lazio attraverso un riequilibrio delle condizioni economiche previste nei contratti individuali di lavoro che legano ciascun calciatore con il proprio datore di lavoro e attraverso l'adozione di un " *modello effettivamente partecipativo*" che consolidi " *il senso di appartenenza alla squadra di quei calciatori che risulteranno dipendenti della S.S. Lazio per la stagione sportiva 2003/2004*";

- tali accordi, quindi, come sostenuto nel quesito, appaiono avere una funzione integrativa dei contratti individuali di lavoro e la sottoscrizione delle azioni nell'ambito dell'aumento riservato risulta essere una modalità alternativa al pagamento in denaro delle retribuzioni dovute ai giocatori per alcune mensilità pregresse. In sostanza, con tali accordi specificamente negoziati con ciascun giocatore, il datore di lavoro concorda con i propri dipendenti di estinguere i propri debiti attraverso una conversione da parte dei medesimi calciatori dei crediti da lavoro dipendente in capitale;

- sia l'impegno di sottoscrizione che l'impegno di *lock-up* verranno meno nell'ipotesi in cui il calciatore cessi di essere dipendente della Società prima della sottoscrizione del capitale o durante il periodo di vigenza del *lock-up*(come del resto avvenuto con il tecnico Zaccheroni);

- nei contratti è espressamente previsto tra le finalità degli accordi di sottoscrizione e di *lock-up* la volontà di ottenere " *una fidelizzazione del rapporto con i calciatori*" mentre per il solo impegno di *lock-up* è espressamente previsto come ulteriore fine la " *stabilizzazione dell'andamento del titolo*". E', inoltre, precisato che i calciatori, sottoscrivendo tali accordi, " *non intendono assumere, non*

assumono e, peraltro, non assumeranno tra essi Calciatori e/o con la Società alcun impegno che comporti l'indirizzo e/o il coordinamento della gestione societaria".

Ciò considerato - premesso che non è compito della Consob verificare se in concreto i citati impegni di sottoscrizione e di *lock-up* siano effettivamente idonei a realizzare quella fidelizzazione dei dipendenti indicata tra gli obiettivi dell'operazione in esame e che, con riferimento all'aumento di capitale da sottoscrivere con conversione dei crediti, non spetta alla Consob esprimersi sulla sua legittimità - appare chiaro che, benché tali impegni abbiano ad oggetto o per effetto quanto letteralmente previsto, rispettivamente, dall'art. 122, comma 5, lett. c) ("*patti...che prevedono l'acquisto delle azioni.....*") e dall'art. 122, comma 5, lett. b) ("*patti che pongono limiti al trasferimento delle relative azioni...*"), tali accordi non possano essere ritenuti dei patti parasociali in quanto non perseguono le finalità tipiche di tali contratti individuabili, e ora individuate per legge dal nuovo art. 2341 bis c.c., nello "*stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società*".

5.4. Con specifico riguardo all'impegno di sottoscrizione, si ritengono inoltre rilevanti alcune precedenti pronunce della Consob (Comunicazione n. 1081336 del 26.10.2001, Comunicazione n. 2060863 del 11.9.2002, quest'ultima menzionata anche nel quesito), in merito ad alcune operazioni di aumento di capitale in opzione in cui alcune banche si erano impegnate con l'emittente a sottoscrivere l'eventuale inoptato, garantendo in tal modo il buon esito dell'operazione.

In particolare, nella Comunicazione dell'11.9.2002 si legge: "*tra le Banche in questione non risultano essere state stipulate pattuizioni rilevanti ex art. 122 del TUF aventi ad oggetto le azioni della stessa [...società X ...]. Non può infatti essere considerato tale di per sé e in assenza di specifiche pattuizioni qualificabili come "rilevanti" ai sensi della norma citata, il mero impegno di sottoscrizione e collocamento assunto dalle Banche nei confronti della [...società X ...] in relazione all'aumento di capitale di prossima esecuzione, in quanto tale contratto, così come stipulato, non ha incidenza sugli assetti proprietari della società, ma appare strumentale a consentire il buon esito dell'operazione e il rimborso del finanziamento concesso alla stessa [...società X ...]: la stipula di contratti analoghi rientra tra le attività tipiche svolte dalle banche nell'esercizio della propria attività. E' evidente che quanto sopra precisato non esclude la teorica possibilità che all'interno dei contratti in esame vengano inserite clausole o comunque pattuizioni particolari qualificabili come "rilevanti" ai sensi dell'art. 122 del TUF, ma nel caso di specie l'esame del testo del contratto in questione e della bozza dell'accordo di collocamento che verrà stipulato tra le Banche prima dell'effettiva esecuzione dell'aumento di capitale non consente di rilevare la sussistenza di previsioni del genere.*".

Ciò rappresentato, benché la suddetta Comunicazione si riferisca ad una operazione diversa da quella in esame, in quanto riguarda degli impegni di sottoscrizione assunti da banche nell'esercizio della loro attività di finanziamento e garanzia, ugualmente le considerazioni in essa esposte servono a confermare le conclusioni raggiunte in merito alla non rilevanza ai sensi dell'art. 122 TUF degli impegni di sottoscrizione assunti dai giocatori della Lazio.

5.5. Si evidenzia, infine, che nel quesito la Società, oltre alle argomentazioni per le quali anche questa Commissione ha ritenuto non applicabile la disciplina di cui all'art. 122 TUF all'impegno di sottoscrizione, indica come ulteriore argomentazione a sostegno della predetta conclusione anche la seguente:

- l'art. 122, comma 5, lett. c), TUF, unica disposizione nella quale eventualmente potrebbe essere fatto rientrare un impegno di sottoscrizione, letteralmente fa riferimento ai "*patti ... che prevedono l'acquisto delle azioni...*" e non ai patti che prevedono la sottoscrizione di azioni. Considerato che nel codice civile i due termini vengono utilizzati con significati diversi (a titolo esemplificativo la

Lazio rinvia " agli articoli da 2357 a 2360 del codice civile e ... ricorda che l'articolo 2360 esclude la sottoscrizione reciproca ma non il reciproco acquisto di azioni"), non si può estendere tale fattispecie di patto parasociale fino a fargli comprendere anche gli accordi per la sottoscrizione di azioni assunti con la società emittente.

A giudizio della Consob tale argomentazione non appare rilevante, per le seguenti considerazioni.

Con riguardo alla disciplina opa prevista dal TUF, il termine "acquisto" di azioni è stato interpretato non con lo specifico senso che gli attribuisce il codice civile, ma è stato ritenuto comprensivo anche della sottoscrizione di azioni di nuova emissione.

Risulta, infatti, pacifico che, benché l'art. 106 TUF si riferisca espressamente a " *acquisti a titolo oneroso*", sarebbe tenuto a promuovere un'opa obbligatoria anche chi superasse la soglia del 30% a seguito della sottoscrizione di azioni allo stesso non spettanti in opzione, nell'ambito di un aumento di capitale a pagamento.

Tale ricostruzione è confermata da alcune specifiche esenzioni dall'opa obbligatoria previste dall'art. 49 del Regolamento Emittenti. Si fa, in particolare, riferimento alle esenzioni di cui al comma 1, lett. b) e c) della predetta norma, secondo cui: " *L'acquisto non comporta l'obbligo di offerta previsto dall'art. 106 del Testo Unico se: ... b) è compiuto tramite sottoscrizione di un aumento di capitale in presenza di un piano di ristrutturazione del debito di una società quotata in crisi...; c) il superamento della soglia è determinato dall'esercizio di diritti di opzione, di sottoscrizione o di conversione originariamente spettanti.*" .

6. Esenzione da piano di salvataggio

Considerato che, per le argomentazioni sopra esposte, non si ritengono sussistenti i presupposti per l'applicabilità all'operazione in esame della disciplina dell'opa solidale di cui all'art. 109, comma 1, lett. a), TUF né, in generale, per l'applicabilità della disciplina dell'opa obbligatoria, si ritiene di non dover prendere in esame l'ulteriore argomento esposto dalla Lazio nel quesito: l'applicabilità dell'esenzione dall'opa obbligatoria prevista dall'art. 49, comma 1, lett. b) in presenza di piani di ristrutturazione del debito.

Più precisamente, prendendo atto che il piano di ristrutturazione del debito della Lazio ha tra i suoi presupposti " *la conversione*", da parte dei calciatori e del tecnico Zaccheroni, " *in equity di parte dei crediti sorti per alcune delle rispettive retribuzioni ...*", si ritiene di non dover approfondire l'esame di tale piano per valutare l'applicabilità della citata esenzione in quanto non è stato riscontrato il presupposto in forza del quale dovrebbe essere esaminata l'applicabilità di un'esenzione: l'esistenza dell'obbligo di promuovere un'opa sui titoli della Lazio.

7. Conclusioni

Tutto quanto sopra rappresentato, a prescindere dalla circostanza che, a seguito della sottoscrizione del predetto aumento di capitale riservato, non verrà superata la soglia rilevante per la disciplina dell'opa obbligatoria di cui all'art. 106 TUF (30%), si ritiene che i predetti impegni di sottoscrizione e di *lock-up* non configurino dei patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 TUF.

Pertanto, si ritiene di confermare quanto esposto nel quesito della Lazio ovvero che, a seguito della stipula tra la Società e alcuni calciatori dei contratti che prevedono per quest'ultimi i descritti impegni di sottoscrizione e di *lock-up*, né i calciatori né alcun azionista della Lazio risulterà obbligato a promuovere un'opa solidale ai sensi dell'art. 109, comma 1, lett. a), del d.lgs. n. 58/98.

-
1. Nelle premesse degli accordi quadro, si legge, tra l'altro, quanto segue: "*...3) E' insorta l'ineffabile esigenza - pienamente condivisa dai firmatari del presente accordo e correlata sia alle mutate condizioni di mercato che hanno investito l'intero settore di riferimento e sia al conseguimento degli scopi sociali ed agonistici della Società cui i calciatori (attualmente non titolari, né direttamente né indirettamente, di alcun diritto reale su alcuna azione della Società e/o di diritti di voto nella assemblea della Società) hanno manifestato la volontà e l'interesse di voler attivamente contribuire - di dar luogo : 3.1) ad una dilazione dei termini di pagamento, e 3.2) ad un consolidamento del senso di appartenenza alla squadra per quei calciatori che risulteranno essere dipendenti della S.S. Lazio per la stagione 2003/2004, avendo peraltro i medesimi Calciatori proposto di sottoscrivere un aumento di capitale della società; e quanto sopra, essendo convinzione delle parti che il comune impegno diretto al risanamento ed al rilancio della Società debba essere realizzato anche attraverso l'equo riequilibrio delle rispettive condizioni contrattuali, mediante un modello effettivamente partecipativo e attraverso l'adozione di strumenti innovativi di coinvolgimento.*".
 2. Al riguardo, si richiama anche quanto esposto nella Comunicazione n. 2010342 del 14.2.2002.
 3. Tale interpretazione potrebbe discendere dal nuovo art. 2325 bis , comma 2, c.c. in forza del quale "*Le norme di questo Capo(n.d.r. Capo V, " Società per azioni") si applicano alle società emittenti di azioni quotate in mercati regolamentati in quanto non sia diversamente disposto da altre norme di questo codice o di leggi speciali*". Peraltro, la Commissione Vietti nell'ambito di uno schema di decreto legislativo correttivo, tra l'altro, del d.lgs. n. 385/93 e del d.lgs. n. 58/98, ha previsto tra le proposte di modifica del Testo Unico della Finanza, una specifica disposizione secondo cui la disciplina dei patti parasociali di cui agli artt. 2341 *bis* e 2341 *ter* c.c. non trova applicazione per le società quotate e per le loro controllanti.
 4. cfr. la sintesi della decisione pubblicata su Consob Informa del 2.4.2001.
 5. Così si legge nelle premesse degli accordi quadro

Comunicazione n. DEM/DCL/4073976 del 6-8-2004

inviata a: Ing. Giampiero Pesenti e prof. Piergaetano Marchetti

OGGETTO: Patto parasociale RCS MediaGroup - Quesito in merito all'applicabilità della disciplina in materia di OPA obbligatoria

1. contenuto del quesito

1.1. Si fa riferimento alla nota con la quale in data 9 luglio u.s. il Prof. Marchetti, per conto dei partecipanti al patto RCS MediaGroup ("RCS"), ha sottoposto alla Consob un quesito in merito all'esistenza dei presupposti di applicabilità della disciplina dell'OPA obbligatoria a seguito di ipotizzati nuovi apporti di azioni al predetto patto parasociale.

In particolare, nel quesito sono esposti i seguenti fatti:

a) i partecipanti al patto RCS in data 7 luglio 2004 hanno approvato un "codicillo 18" con il quale, tra l'altro, è stato definito il piano di riparto delle n. 62.990.881 azioni RCS, pari a circa l'8,6% del capitale ordinario, poste in vendita da Gemina S.p.A. ("Gemina") in esecuzione di quanto già previsto nel precedente codicillo n. 17.

Gemina, che rimane nel patto con la residua partecipazione dell'1%, ha posto in vendita azioni vincolate al patto e n. 3.000.000 azioni che deteneva fuori patto da oltre dodici mesi (pari allo 0,409%).

Le azioni vincolate al patto che sino al 9.7.2004 rappresentavano il 44,793% del capitale ordinario RCS salgono così al 45,203%, quelle non vincolate al patto possedute da più di dodici mesi dai partecipanti al patto scendono corrispondentemente dall'1,89% all'1,48%.

Il possesso complessivo dei partecipanti (somma dei possessi vincolati e non al patto) rimane comunque pari al 46,683% del capitale ordinario (n. 342.030.484 azioni complessive).

Nel quesito si precisa che nel giugno 2003 il possesso complessivo era del 47,939%, da allora ha avuto un andamento decrescente e la discesa sotto il 47% è stata determinata da operazioni di prestito titoli per n. 6.500.000 azioni e alla cessione di n. 2.000.000 azioni da parte di un azionista sindacato. Al riguardo, si osserva che *"ove si tenesse conto delle azioni oggetto di prestito titoli, richiamabili in ogni momento, il possesso complessivo sarebbe stato, nei dodici mesi, sempre superiore al 47%"*;

b) nella riunione del 7 luglio 2004 i partecipanti al patto hanno ipotizzato l'ingresso di nuovi aderenti:

i) Sai- Fondiaria con il 5% circa posseduto da più di dodici mesi;

ii) Gruppo della Valle con il 2% circa, in parte posseduto da più di dodici mesi;

iii) Francesco Merloni con l'1,5% acquistato negli ultimi dodici mesi;

iv) Capitalia con il 2,047% (in parte solo posseduto da più di dodici mesi).

Dopo l'adesione al patto, Diego della Valle avrà la facoltà di accrescere il proprio possesso di azioni RCS al 5% del capitale ordinario e le azioni così acquistate dovranno essere apportate al patto.

Gli attuali aderenti al patto, con il codicillo n. 18, hanno inoltre convenuto la facoltà per alcuni di essi di accrescere la quota di capitale ordinario apportata al patto al 5% (Pirelli & C. S.p.A. e Banca Intesa S.p.A.) o al 7% (Italmobiliare S.p.A.).

La decisione circa le nuove adesioni al patto, così come i predetti accrescimenti delle partecipazioni di Pirelli, Intesa e Italmobiliare, " *sono espressamente subordinati all'esito del presente quesito*";

c) la società possiede alla data del 9.7.2004 il 3,66% di azioni proprie.

Nel quesito si fa, inoltre, presente che " *le ipotizzate modificazioni nella composizione soggettiva del patto e nelle percentuali di capitale conferite non sembrano implicare alcuna novazione del patto stesso, in quanto non comportano significative modificazioni delle regole di funzionamento del patto o degli assetti di potere esistenti al suo interno (cfr. la comunicazione Consob del 13 agosto 1999).*

Infatti, così come nell'assetto precedente, nessun membro fruirà di una posizione tale da poter esercitare una particolare influenza sulle decisioni del patto stesso, ed anzi si è avuto cura di introdurre un meccanismo tale da impedire che un membro del patto possa in un certo momento possedere oltre il 25% delle azioni conferite, quota questa che attribuisce una posizione di potere specifica, ancorché di importanza marginale, e precisamente quella di bloccare nuovi ingressi nel patto".

Alla luce di quanto sopra esposto, si legge nel quesito, " *si ritiene, in linea di principio, anche sulla scorta, ci pare, di precedenti pronunce*" della Consob che:

a) il possesso rilevante ai fini della disciplina dell'OPA obbligatoria è quello complessivamente detenuto dai partecipanti al patto (comprensivo, cioè, delle azioni apportate al patto e di quelle non apportate al patto) ;

b) " *ove il possesso rilevante nei dodici mesi sia sempre stato superiore al 47%, qualsiasi apporto, anche in misura superiore al 3%, è consentito per le combinate risultanze degli artt. 106, 3b e n. 5 TU e 46 e 49 n. 1a Regolamento Emittenti.*

Ciò premesso, nel caso di specie si sarebbe dell'avviso che:

c) *In principalità, il possesso rilevante, tenuto conto del computo delle azioni proprie e alla stregua del criterio di cui alla circolare Consob 19 novembre 2001, è del 48,5% e sia stato negli ultimi dodici mesi sempre superiore al 47%..., di guisa che tutti i nuovi apporti ipotizzati (sia da parte di nuovi partecipanti, sia per incremento delle quote dei soci già partecipanti al patto) possono simultaneamente avvenire senza che ciò determini i presupposti di OPA obbligatoria.*

d) *In subordine, l'adesione al patto di nuovi partecipanti con possessi azionari detenuti da più di dodici mesi in percentuale tale da far salire il possesso complessivo rilevante oltre il 50% rende possibile (anche in immediata sequenza temporale) ogni successivo apporto o incremento di possesso (vale a dire anche l'apporto al patto di azioni di nuovi partecipanti acquisite nei dodici mesi), senza che si configurino i presupposti di OPA obbligatoria."*

Alla luce di quanto sopra rappresentato, con il quesito si chiede di sapere se la Consob " *condivida i predetti principi*".

1.2. Si fa altresì riferimento alla ulteriore nota del Presidente del Patto parasociale, datata 14 luglio u.s., con la quale, in risposta ad una richiesta di informazioni trasmessa in data 12 luglio u.s. dalla Consob, sono stati trasmessi alcuni dettagli delle operazioni di compravendita di azioni RCS compiute dagli ipotizzati nuovi aderenti al patto RCS.

Dall'esame delle informazioni fornite con tale nota risulta che:

- alla data del 9 luglio 2004 su una partecipazione complessiva del 10,614% che si ipotizza debbano apportare al patto i nuovi aderenti (di cui il 5,096% di Sai-Fondiaria, l'1,971% di Della Valle, l'1,5% circa di Merloni e il 2,047% di Capitalia), circa il 3,35% è detenuto da meno di dodici mesi (di cui lo 0,296% di Sai-Fondiaria, lo 0,577% di Della Valle, l'1,5% circa di Merloni, e lo 0,977% di Capitalia);

- dopo il 15.9.2004 anche il citato 0,577% di Della Valle risulterà acquistato da più di dodici mesi.

Pertanto, dopo il 15.9.2004, nell'ambito della partecipazione complessiva che si ipotizza debba essere apportata al patto dai nuovi possibili aderenti (pari al 10,614%) solo un 2,773% risulterebbe acquistato da meno di dodici mesi.

2. Considerazioni connesse all'individuazione della partecipazione complessivamente detenuta dagli attuali aderenti al patto RCS ai fini dell'art. 109 TUF

2.1. Premessa

Per rispondere al quesito in esame occorre in primo luogo individuare qual'è la partecipazione che ai fini della disciplina dell'OPA obbligatoria e, in particolare, ai fini dell'applicabilità della disciplina di cui all'art. 109 del d.lgs n. 58/98 ("TUF"), detengono complessivamente gli attuali aderenti al patto.

Dopo aver individuato tale partecipazione complessiva si potrà valutare se gli ipotizzati ingressi di nuovi soci nel patto RCS e l'ipotizzato incremento di partecipazioni da parte di soci che già attualmente partecipano al patto (Pirelli, Intesa e Italmobiliare), possano comportare il superamento di soglie rilevanti per la disciplina dell'OPA obbligatoria.

Al fine di individuare la partecipazione detenuta complessivamente dagli aderenti al patto, si riportano di seguito le considerazioni sulle questioni sollevate nel quesito in oggetto.

2.2. Aggregazione delle partecipazioni conferite al patto con quelle non conferite al patto RCS

La Consob si è già espressa in passato, con Comunicazione n. 99024712 del 31.3.1999, in ordine ai criteri sulla base dei quali individuare la partecipazione complessivamente detenuta dagli aderenti ad un patto parasociale ai sensi dell'art. 109 TUF, stabilendo che a tal fine vadano sommate alle azioni vincolate al patto parasociale anche le azioni che i paciscenti posseggono fuori patto.

In particolare, in tale Comunicazione si è affermato che l'art. 109, comma 1, lett. a), del TUF " *attribuisce rilievo alle partecipazioni possedute complessivamente dagli aderenti al patto a prescindere se le stesse siano vincolate o meno allo stesso e al fine di verificare se vi sia "una partecipazione complessiva superiore alle percentuali" rilevanti, si devono sommare le*

partecipazioni vincolate al patto con quelle che gli aderenti non vi hanno conferito". Tale conclusione è stata confermata con la Comunicazione n. 38036 del 18.5.2000.

Ciò posto, come indicato nel quesito, la partecipazione complessivamente posseduta dagli aderenti al patto, sommando le azioni vincolate al patto e quelle fuori patto, risulta pari al 46,683% del capitale RCS (n. 342.030.484 azioni complessive), di cui il 45,203% vincolato al patto e l'1,48% circa fuori patto.

2.3. Azioni date in prestito e calcolo della partecipazione aggregata dagli attuali aderenti al patto RCS

2.3.1. Con specifico riguardo alla partecipazione detenuta complessivamente dagli aderenti al patto (azioni vincolate più azioni non vincolate nel patto), nel quesito è precisato che *" ove si tenesse conto delle azioni oggetto di prestito titoli, richiamabili in ogni momento, il possesso complessivo sarebbe stato, nei dodici mesi, superiore al 47%".*

Se la partecipazione complessiva degli aderenti al patto fosse, da più di dodici mesi, superiore al 47%, potrebbe trovare applicazione il principio reso noto con la Comunicazione n. 2042919 del 14.6.2002 in merito alla disciplina dell'OPA di consolidamento di cui all'art. 106, comma 3, lett. b, TUF e all'art. 46 del Regolamento n. 11971 del 14.5.1999 e successive modifiche ("Regolamento Emittenti").

In particolare, sulla base di tale Comunicazione, qualora gli aderenti al patto RCS detenessero complessivamente più del 47% del capitale ordinario RCS da più di dodici mesi, a detta partecipazione complessiva si potrebbero aggiungere azioni acquistate da meno di dodici mesi anche in percentuale superiore al 3% senza incorrere nell'obbligo di OPA obbligatoria.

2.3.2. Ciò detto in linea di principio, per le considerazioni di seguito esposte si ritiene che le n. 6.500.000 azioni date in prestito, pari allo 0,887% del capitale ordinario RCS, non possano essere computate al fine dell'individuazione della partecipazione complessivamente detenuta dagli aderenti al patto.

In particolare, si ritiene che le azioni date in prestito non possano essere sommate alle azioni detenute complessivamente dagli aderenti al patto (azioni vincolate al patto e non) in quanto con il contratto di prestito la proprietà delle azioni passa dal prestatore al prestatario unitamente, salvo pattuizioni contrarie, ai diritti accessori e, quindi, in particolare, al diritto di voto, con l'obbligo del medesimo prestatario di restituire, ad una determinata data ovvero quando lo richieda il prestatore a seconda delle previsioni contrattuali, lo stesso quantitativo di azioni della medesima categoria.

Più precisamente, il prestito di strumenti finanziari è un contratto atipico - assimilabile per molti aspetti al contratto di mutuo - strutturato nella prassi (si vedano al riguardo gli schemi predisposti da associazioni di categoria quali Abi, Assosim e Assogestioni) secondo uno schema che prevede che un soggetto (prestatore) trasferisce la proprietà di un certo quantitativo di strumenti finanziari ad un altro soggetto (prestatario) il quale, ad una data prestabilita ovvero su richiesta del prestatore ovvero ancora secondo altre tempistiche specificate nel contratto, è tenuto a restituire altrettanti strumenti della stessa specie e quantità di quelli ricevuti, oltre al pagamento di un corrispettivo, quale remunerazione per l'utilità conseguita (la disponibilità dei titoli). Il trasferimento della proprietà dei titoli è attuato dietro contestuale costituzione di una garanzia (*collateral*) di valore almeno pari al valore di mercato dei titoli consegnati.

Considerato, quindi, l'effettivo trasferimento della proprietà delle azioni date in prestito e il connesso trasferimento del diritto di voto - salvo pattuizioni contrarie peraltro non comunicate dagli interessati - si ritiene che di tali azioni non si debba tenere conto ai fini dell'individuazione della partecipazione complessiva detenuta dagli aderenti al patto RCS finché le stesse non rientreranno nella titolarità di coloro che le hanno date in prestito. Conseguentemente la percentuale da prendere a riferimento rimane il 46,683% del capitale ordinario.

2.4. Considerazioni sulla rilevanza delle azioni proprie ai fini del calcolo della partecipazione aggregata dagli attuali aderenti al patto RCS

Come già esposto, nel quesito del Prof. Marchetti si rappresenta il convincimento che per calcolare la percentuale di partecipazione complessivamente posseduta dagli aderenti al patto occorra tener conto delle azioni proprie possedute dalla società (3,655%).

Più specificamente, nel quesito viene individuata nel 48,5% la partecipazione complessiva detenuta dagli aderenti al patto, tenuto conto delle azioni proprie.

Tale percentuale deriverebbe dal rapporto tra la partecipazione complessivamente posseduta dagli aderenti al patto (azioni vincolate e non vincolate al patto escluse le azioni date in prestito) e il capitale sociale, dedotte le azioni proprie senza voto (46,683%/100%-3,655%), in conformità al criterio di calcolo delle azioni proprie nella disciplina dell'OPA obbligatoria reso noto dalla Consob con Comunicazioni n. 1059750 e n. 1059755 del 2 agosto 2001 e da ultimo su Consob Informa del 19.11.2001.

Al riguardo, occorre precisare che con tali comunicazioni la Commissione si è espressa sulla rilevanza delle azioni proprie per il calcolo del superamento delle soglie OPA, esclusivamente con riguardo alla partecipazione posseduta da un singolo azionista che controlla la società di diritto o di fatto, anche in virtù di un patto parasociale, ai sensi dell'art. 93 TUF.

La Commissione, invece, non si è mai espressa sulla rilevanza delle azioni proprie rispetto alla partecipazione complessivamente posseduta da più soci vincolati ad un patto parasociale.

Più precisamente, con le suddette comunicazioni la Commissione ha, in primo luogo, ribadito che gli acquisti di azioni proprie sono considerati acquisti a titolo oneroso rilevanti come presupposto per l'obbligo di offerta, in quanto possono comportare un rafforzamento della posizione dell'azionista di controllo, limitando o addirittura escludendo la contendibilità della società quotata.

In secondo luogo, ha affermato che l'acquisto di azioni proprie rileva ai fini dell'obbligo di OPA in capo al socio di maggioranza, " *ogni qualvolta, a seguito di tale acquisto, il numero di azioni detenute dalla controllante, rapportato al numero complessivo di azioni aventi diritto di voto nell'assemblea ordinaria (senza tener conto delle azioni il cui diritto di voto è sospeso ai sensi dell'art. 2357-ter c.c.) risulti superiore al 30% o ad altra soglia rilevante ai sensi dell'art. 106.*".

Al riguardo, è stato inoltre precisato che l'acquisto di azioni proprie rileva ai fini dell'obbligo di OPA in capo all'azionista di maggioranza " *sempre che la relativa decisione sia in effetti riconducibile alla volontà del socio maggioritario tesa ad incrementare in tal modo l'incidenza percentuale del proprio voto*" (cfr. Comunicazioni n. 1059750 e n. 1059755 del 2 agosto 2001).

In altri termini, si è ritenuto che l'obbligo di OPA a carico di un azionista di una quotata a seguito di acquisti di azioni proprie da parte di quest'ultima gravi solo sull'azionista di controllo, il quale con i

diritti di voto a sua disposizione sia in grado di determinare le decisioni della quotata in merito all'acquisto e/o alla vendita di azioni proprie.

Inoltre, come reso noto su "Consob Informa" del 19.11.2001, citato nel quesito in esame, questa Commissione anche con riguardo all'OPA di consolidamento ha fatto riferimento alla rilevanza delle azioni proprie solo con riguardo all'azionista di controllo il quale - disponendo della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria (controllo di diritto) ovvero di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nella predetta assemblea (controllo di fatto) - può determinare le decisioni inerenti l'acquisto e la vendita di azioni proprie.

In conclusione, con le precedenti pronunce la Commissione ha ritenuto di attribuire rilevanza alle azioni proprie per il calcolo del superamento delle soglie rilevanti ai fini OPA solo con riferimento all'azionista che, ai sensi dell'art. 93 TUF, controlla singolarmente di diritto o di fatto, anche tramite patto, la quotata.

Al riguardo, si precisa che anche con la Comunicazione n. 99043363 del 28.5.1999 le azioni proprie venivano sommate alle azioni possedute dal solo azionista di controllo ai sensi dell'art. 93 TUF.

Con specifico riguardo alle pattuizioni parasociali, si rammenta che l'art. 93 TUF - che contiene la definizione di controllo rilevante per la parte "Emittenti" del TUF - non attribuisce rilievo al controllo congiunto ma al solo controllo solitario ovvero al controllo di un solo soggetto tramite le partecipazioni possedute direttamente o indirettamente anche tramite patti parasociali.

Tanto premesso, volendo comunque valutare se le azioni proprie possano essere imputate ad un patto parasociale che aggregi una partecipazione idonea ad esercitare un'influenza dominante sull'assemblea ordinaria, si osserva quanto segue.

Coerentemente con quanto esposto nelle predette comunicazioni e integrandone, comunque, il contenuto rispetto al riferimento al solo controllo solitario, si potrebbe imputare l'acquisto di azioni proprie solo ad un patto che vincolasse il voto dei partecipanti nelle assemblee ordinarie e che complessivamente aggregasse o la maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria (50%+1 azione) o voti sufficienti ad esercitare un'influenza dominante nella medesima assemblea.

In altri termini, si potrebbe dare rilevanza alle azioni proprie ai fini dell'individuazione della partecipazione complessivamente posseduta dagli aderenti ad un patto, solo se tale patto, vincolando il voto dei partecipanti nelle assemblee ordinarie, fosse in grado di determinare le delibere inerenti l'acquisto o la vendita di azioni proprie.

Con specifico riguardo al patto in questione, si ritiene non si possa dare rilevanza alle azioni proprie ai fini dell'individuazione della partecipazione complessivamente aggregata dai partecipanti al patto. Tale patto, infatti, è stato definito dagli stessi aderenti come un patto di blocco e consultazione che non li vincola ad esercitare il voto in conformità alle decisioni della Direzione del patto.

In particolare, l'art. 12 del patto prevede quanto segue: "*Resta in ogni caso fermo che il partecipante o i partecipanti avranno facoltà di esercitare liberamente il voto in Assemblea*".

Ciò posto, a differenza di quanto sostenuto nel quesito, si ritiene che non si possa dare rilevanza alle azioni proprie per calcolare la percentuale di partecipazione detenuta dagli aderenti al patto RCS e per sostenere che il patto complessivamente aggrega più del 47% (48,5%) così come, peraltro, non si potrebbe sostenere la sussistenza di un obbligo di OPA solidale a carico degli aderenti al patto

RCS, nell'ipotesi in cui un'eventuale acquisto di azioni proprie avesse comportato per gli aderenti al patto il superamento di una soglia rilevante per l'obbligo di OPA.

2.5. Considerazioni finali sulla partecipazione complessiva detenuta dagli aderenti al patto RCS alla data del 9.7.2004

In conclusione, ritenuto che ai fini dell'individuazione delle partecipazioni complessivamente detenute dagli aderenti al patto:

a) occorra sommare le azioni che gli aderenti all'accordo parasociale detengono, siano esse vincolate nel patto o meno ($45,203 + 1,48\% = 46,683\%$);

b) non possano essere sommate le azioni date in prestito dagli aderenti al patto in quanto il prestatore non detiene più tali azioni di cui ha perduto la proprietà e il diritto di voto;

c) non possano essere computate nel calcolo della partecipazione complessivamente posseduta dagli aderenti al patto RCS le azioni proprie;

la partecipazione complessiva degli aderenti al patto rilevante ai sensi dell'art. 109 TUF a cui occorre fare riferimento per valutare se gli ipotizzati nuovi apporti di azioni al patto (da parte di terzi e/o da parte degli attuali aderenti) possano determinare l'obbligo di OPA risulta essere il **46,683%**.

3. Considerazioni in merito all'ingresso dei nuovi aderenti ed agli accrescimenti operati da parte di chi si trovi già all'interno del patto

3.1 Al punto d) della parte conclusiva del quesito si richiede di verificare se *"l'adesione al patto di nuovi partecipanti con possessi azionari detenuti da più di dodici mesi in percentuale tale da far salire il possesso complessivo rilevante oltre il 50% rende possibile (anche in immediata sequenza temporale) ogni successivo apporto o incremento di possesso (vale a dire anche l'apporto al patto di azioni di nuovi partecipanti acquisite nei dodici mesi), senza che si configurino i presupposti di OPA obbligatoria"*.

Sulla base del combinato disposto degli artt. 106, comma 3, lett. b) del TUF e 46 del Regolamento Emittenti, è tenuto all'obbligo di OPA c.d di consolidamento il soggetto (o anche più soggetti in concerto tra di loro) che, partecipando al capitale ordinario della quotata in una misura compresa tra il 30% e il 50%, incrementi la propria partecipazione complessiva per più del 3% tramite (la norma regolamentare dice " *per*") acquisti a titolo oneroso di azioni ordinarie compiuti nell'arco di dodici mesi.

Il vincolo posto dalla legge al consolidamento della posizione dominante viene meno una volta che il soggetto (o i soggetti uniti in un patto) abbia superato la soglia del 50% del capitale ordinario, a mezzo di acquisti che non danno luogo ad obbligo di OPA (perché, ad esempio, non superiori al 3% nell'arco di dodici mesi o non a titolo oneroso).

Nel caso in esame, atteso che l'eventuale superamento della citata soglia rilevante del 3 % avverrebbe da parte degli aderenti ad un patto, assume rilievo anche l'art. 109 del TUF.

Tale norma, al primo comma, stabilisce, fra l'altro, che sono tenuti alla promozione di un'OPA totalitaria, qualora superino una delle soglie rilevanti a seguito di acquisti a titolo oneroso, coloro che aderiscono ad uno dei patti previsti dall'art. 122 del TUF. Il secondo comma dello stesso art.

109, stabilisce la rilevanza, quando determinino il superamento di una soglia, non soltanto degli acquisti a titolo oneroso operati dagli aderenti ad un patto successivamente alla sua stipulazione ma anche degli acquisti dagli stessi compiuti al momento della stipulazione del patto o nei dodici mesi precedenti.

All'ipotesi della stipulazione del patto appare pacificamente equiparabile l'ipotesi in cui un soggetto nuovo si aggrega ad un accordo già in essere, di guisa che, allo scopo di individuare gli acquisti rilevanti ai fini dell'OPA obbligatoria, i dodici mesi vanno computati muovendo a ritroso dalla data della sua adesione al patto.

Consegue da quanto detto, ed in particolare dall'applicazione congiunta degli articoli 109 del TUF e 46 del Regolamento Emittenti, che, in presenza di adesione di un nuovo soggetto ad un patto preesistente, si avranno effetti rilevanti per la disciplina sull'OPA obbligatoria solo se l'incremento del patto è dovuto all'acquisto di più del 3% delle azioni ordinarie effettuato da paciscenti, compreso il nuovo aderente, negli ultimi dodici mesi.

Inoltre, l'adesione ad un patto di un socio che detenga azioni acquistate da più di dodici mesi (anche superiori al 3%), idonee a portare il patto nel suo complesso oltre il 50% del capitale ordinario, costituisce un'ipotesi di incremento che, come gli acquisti a titolo gratuito o inferiori al 3% in dodici mesi, può consentire il superamento della soglia di maggioranza assoluta senza alcun ricorso ad offerte pubbliche di acquisto obbligatorie.

3.2 Alla luce del quadro normativo sopra delineato, in presenza di una successione temporale di nuovi apporti ad un patto che comportino la preventiva adesione di soggetti con possessi azionari detenuti da più di dodici mesi in misura tale da innalzare al di sopra del 50% la partecipazione complessivamente ascrivibile al patto, non sussistono i presupposti dell'obbligo di OPA.

Infatti, ancorché il patto nel suo insieme incrementi la propria partecipazione di più del 3%, tale incremento avverrebbe grazie all'adesione di uno o più soci che detengono da più di dodici mesi azioni in grado di portare il patto oltre il 50% e che, nel contempo, non hanno effettuato negli ultimi dodici mesi acquisti per più del 3%.

Pertanto, sulla scorta di quanto previsto dall'art. 106, comma 3, lett. b) del TUF, ciò permetterebbe ogni ulteriore rafforzamento della partecipazione in discorso, anche tramite successivi ingressi nel patto o acquisti da parte di paciscenti.

3.3. Peraltro, la soluzione prefigurata in via principale nel quesito prevede l'ingresso simultaneo di tutti i nuovi aderenti, e quella ipotizzata in via subordinata prospetta una sequenza temporale " *anche ... immediata*" tra le diverse adesioni.

Tale prospettazione, ed in particolare la circostanza che le adesioni vengano descritte come estremamente ravvicinate, induce a formulare l'ipotesi che la scansione temporale indicata nel quesito corrisponda ad un disegno unitario di incremento della partecipazione ascrivibile al patto, tramite l'allargamento dello stesso ai soggetti in precedenza nominati, nonché tramite i previsti successivi acquisti, per la realizzazione del quale ognuna delle singole adesioni sarebbe parimenti importante e condizione di ciascuna delle altre adesioni.

Ciò porta a chiedersi se, in tal caso, debba pervenirsi a conclusioni diverse da quelle indicate al precedente paragrafo 3.2.

3.4 Al riguardo si osserva che, se l'ingresso nel sindacato RCS dei quattro nuovi aderenti, dovesse essere considerato, ferma restando la scansione temporale indicata al punto d) del quesito, in una prospettiva unitaria, non si verificherebbero comunque, per le ragioni che di seguito si espongono, i presupposti di un obbligo di OPA.

All'interno dei pacchetti azionari in possesso dei quattro potenziali nuovi aderenti (complessivamente ammontanti al 10,61%) figurano infatti azioni - pari complessivamente al 3,35% - che, all'atto dell'adesione al patto, risulterebbero acquisite da meno di dodici mesi. Accanto a tali azioni, tuttavia, i nuovi aderenti apporterebbero al patto anche altre azioni che detengono da più di dodici mesi, pari complessivamente al 7,26% del capitale ordinario e idonee ad incrementare comunque la partecipazione complessiva ascrivibile ai paciscenti al di sopra del 50%, vale a dire al di sopra di quella partecipazione che rende ogni altro acquisto (fino al 90%) irrilevante per la disciplina sull'OPA obbligatoria.

In una situazione del genere deve aversi riguardo alla già menzionata Comunicazione n. DEM/2042919 del 14-6-2002, con la quale, in presenza di un'operazione unitaria comportante 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%, questa Commissione ha attribuito rilievo alla circostanza che un acquisto di importo inferiore al 3% sarebbe stato sufficiente per superare la soglia di capitale oltre cui ogni obbligo di OPA è escluso.

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".

Si è dunque reputato decisivo, per escludere l'obbligo di offerta, che all'interno dell'operazione unitaria, implicante un acquisto complessivamente superiore al 3% del capitale, vi fosse una componente che avrebbe consentito di superare il 50% in assenza di OPA.

Il principio enunciato nella predetta comunicazione appare suscettibile di trovare applicazione anche nel caso prospettato dal quesito, ancorché il patto di cui si prevede l'allargamento non disponga in partenza di una partecipazione di ammontare tale da consentire il superamento della soglia del 50% grazie ad acquisti di entità inferiore al 3%.

Nella fattispecie in esame, infatti, la soglia del 50% del capitale ordinario dell'emittente sarebbe comunque superata grazie all'apporto al patto delle azioni detenute da più di dodici mesi dai nuovi partecipanti (ed in particolare da uno di essi); gli acquisti compiuti negli ultimi dodici mesi dai nuovi paciscenti sarebbero dunque da considerare irrilevanti ai fini del superamento di eventuali soglie partecipative comprese tra il 30% e il 50% del suddetto capitale.

3.5 Alle medesime conclusioni si perviene altresì sulla scorta di un'attenta analisi del già menzionato articolo 109, comma 2, del TUF, da cui discenderebbe nel caso in esame - caratterizzato dalla presenza di acquisti effettuati dai paciscenti prima di aderire al patto - un ipotetico obbligo di OPA.

Come anticipato, la disposizione assegna rilievo, a fini anti-elusivi, agli acquisti a titolo oneroso compiuti dai paciscenti nei dodici mesi antecedenti la loro adesione al patto, presumendo che i medesimi siano espressione del concerto formalizzato solo in un momento successivo, benché già esistente al momento degli acquisti.

La considerazione degli acquisti in questione, tuttavia, potrà dar luogo ad un obbligo di OPA solo qualora essi siano stati determinanti per il superamento di una soglia rilevante. E' infatti il superamento delle soglie rilevanti " *a seguito*" di acquisti a titolo oneroso (così gli articoli 106, comma 1, e 109, comma 1 del TUF) o, come prevede l'articolo 46 del Regolamento Emittenti a proposito dell'OPA di consolidamento, " *per acquisti a titolo oneroso effettuati nei dodici mesi*", che costituisce il presupposto dell'obbligo di OPA.

Se allora, come nel caso di specie, il patto si trova, a seguito di nuove adesioni, al di sopra di una soglia rilevante per l'obbligo di offerta, occorrerà verificare se il superamento di tale soglia sia avvenuto effettivamente grazie alle azioni acquisite a titolo oneroso nel corso degli ultimi dodici mesi o se, invece, le azioni acquisite da più di dodici mesi hanno reso ininfluenti gli acquisti successivi, essendo da sole in grado di innalzare il possesso complessivo del patto ad una soglia superiore al 50% del capitale ordinario, oltre la quale, come è noto, l'ulteriore consolidamento della partecipazione può avvenire liberamente.

Il caso in esame presenta, in proposito, una particolarità non direttamente presa in considerazione dalla norma: quella di un'adesione di nuovi soggetti al patto preesistente, i quali abbiano sia azioni detenute da più di dodici mesi sia azioni di più recente acquisizione.

Sembra da ritenere che tale particolare situazione richieda di tenere conto, al fine di stabilire l'effettiva rilevanza degli acquisti per il superamento di soglie rilevanti, dell'intera partecipazione apportata dai nuovi paciscenti. Sarebbe improprio dare rilievo agli acquisti da essi effettuati ma non alla circostanza che essi apportano al patto anche azioni che non hanno costituito oggetto di acquisti recenti, in quanto significherebbe attribuire effetti giuridici al loro comportamento prendendone in considerazione soltanto un aspetto. Del resto è l'insieme della partecipazione apportata dai nuovi paciscenti, e non solo una parte di essa, che si è ipotizzato rispondere ad un disegno unitario di crescita del patto.

E' allora rispetto al totale delle azioni apportate al patto in un dato momento che va effettuata la verifica a ritroso per dodici mesi. Occorre in particolare verificare se tale partecipazione complessiva ascrivibile al patto dopo le adesioni avrebbe superato le soglie rilevanti anche senza gli acquisti a titolo oneroso compiuti negli ultimi dodici mesi, considerati dall'ordinamento come se fossero effettuati in presenza dell'accordo.

Sulla base di quanto detto, nel caso di specie si avrà che la partecipazione ascrivibile al patto, senza gli acquisti a titolo oneroso che potrebbero assumere rilievo per l'obbligo di OPA, avrebbe comunque incluso:

- le azioni oggi riferibili ai vecchi paciscenti ed ascrivibili al patto da più di dodici mesi (pari al 46,68%);
- la parte delle azioni apportate dai nuovi paciscenti che essi detengono da più di dodici mesi (pari al 7,25% circa).

Si avrebbe conseguentemente una partecipazione già pari al 53,94% circa, che renderebbe gli acquisti in questione (quelli effettuati dai nuovi partecipanti al patto nei dodici mesi precedenti la loro adesione) irrilevanti, in quanto in loro assenza (e a prescindere da qualunque altro acquisto successivo, contestuale o antecedente all'adesione) gli odierni paciscenti avrebbero comunque già superato il 50% del capitale ordinario, soglia oltre la quale ogni ulteriore incremento della partecipazione può liberamente effettuarsi.

* * *

Le conclusioni a cui è pervenuta questa Commissione - che, come ovvio, attengono al caso di specie e per come è stato rappresentato - potrebbero mutare qualora l'adesione al patto dei diversi soggetti si verifici secondo una successione temporale diversa da quella prefigurata nel quesito. In particolare, sussisterebbero i presupposti dell'obbligo di OPA nel caso in cui:

- venissero apportate al patto le partecipazioni che comprendono azioni acquistate da meno di dodici mesi in misura superiore al 3% prima delle partecipazioni in grado di far superare il 50% tramite azioni detenute da più dodici mesi;
- un accordo tra il patto ed i soggetti che detengono le partecipazioni che comprendono azioni acquistate da meno di dodici mesi in misura superiore al 3% preesistesse alla decisione volta a consentire l'apporto al patto medesimo delle partecipazioni in grado di far superare il 50% tramite azioni detenute da più dodici mesi;
- coloro che già aderiscono al patto effettuassero acquisiti in misura superiore al 3% prima dell'apporto da parte dei nuovi aderenti.

L'insussistenza dell'obbligo di OPA presuppone altresì che le modifiche da apportarsi alla composizione soggettiva del patto in questione rispecchino fedelmente ed esattamente quelle prefigurate dal quesito e che non si verifichino alterazioni delle regole di funzionamento e degli assetti di potere esistenti all'interno del patto stesso.

A conclusioni diverse pertanto, si potrebbe pervenire qualora la fase esecutiva delle operazioni programmate dovesse discostarsi dalla prospettazione fattane dai richiedenti.

p. IL PRESIDENTE
Enrico Cervone