

Comunicazione Consob 18 settembre 2014 n. DCG/0074531

inviata alla società ... e, p.c. allo studio legale...

OGGETTO: (...società...) – Quesito in merito alla inapplicabilità degli articoli 106 e 109, del d.lgs. n. 58/1998 all'operazione di acquisto di una partecipazione di minoranza nel capitale sociale di (...società...) da parte di e

Si fa riferimento alla nota del ..., con cui lo Studio Legale ... e ... (lo “ **Studio Legale**”) ha sottoposto all'attenzione della Commissione un quesito (il “**Quesito**”) concernente l'applicabilità della disciplina Opa all'operazione di acquisizione (l’“**Operazione**”) di una partecipazione di minoranza (la “**Partecipazione di Minoranza**”) nel capitale sociale di (...società...¹) (“...” o l’“**Emittente**”) da parte di ... e... (“...” e congiuntamente con ... l’“**Investitore**”).

Secondo quanto rappresentato nel Quesito, l'Operazione prospettata si inquadra nella strategia dell'Emittente di ricercare investitori interessati a partecipare al rafforzamento di (...società...) sia a livello patrimoniale che organizzativo e manageriale.

Con nota del .(la “**Nota Integrativa**”), lo Studio Legale ha fornito taluni chiarimenti in merito agli impegni assunti dai soggetti coinvolti nell'Operazione ed, in particolare, ha chiarito il significato e la portata delle pattuizioni relative alla composizione del Consiglio di Amministrazione che sarà nominato ad esito dell'Operazione.

1. Struttura dell'Operazione

In data ..., il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente ha deliberato di sottoporre all'assemblea straordinaria dei soci la proposta di attribuire al Consiglio stesso la facoltà di aumentare a pagamento, in via scindibile e per un controvalore massimo complessivo pari a Euro ..., il capitale sociale dell'Emittente, mediante emissione di nuove azioni ordinarie da offrire in opzione agli aventi diritto ai sensi dell'art. 2441, comma 1, del c.c. (l’“ **Aumento di Capitale in Opzione**”).

Il medesimo ... e ... hanno sottoscritto con ... e ... (“...” tutti, complessivamente, le “**Parti**”) un contratto di investimento (il “**Contratto**”) avente ad oggetto l'acquisizione della Partecipazione di Minoranza, mediante l'acquisto da ...e ... di una parte dei diritti di opzione ai medesimi spettanti in relazione all'Aumento di Capitale in Opzione, nei termini e alle condizioni previste nel Contratto. Ai sensi di quest'ultimo, ...e ... hanno assunto l'impegno a partecipare all'assemblea dei soci che sarà convocata per deliberare in merito al citato Aumento di Capitale e ad esprimere voto favorevole sulla relativa proposta. Ad esito dell'Operazione, ...e ... dovrebbero risultare titolari di una partecipazione in (...società...) pari a massimo il ...% del capitale sociale e l'Investitore dovrebbe venire a detenere una partecipazione non inferiore al ...%.

¹ ...omissis...

L'Investitore si è impegnato a effettuare un investimento massimo complessivo pari a Euro ... In particolare, l'ingresso dell'Investitore nel capitale di (...società...) avverrà come segue:

- (i) ... e ... trasferiranno una parte dei diritti di opzione spettanti in relazione all'approvando Aumento di Capitale in Opzione;
- (ii) l'investimento stanziato dall'Investitore sarà, in parte, versato a ...e..., quale corrispettivo per la vendita dei diritti di opzione ai medesimi spettanti e ceduti e, in parte, utilizzato per la sottoscrizione e la liberazione delle azioni di nuova emissione rivenienti dall'esercizio dei diritti di opzione acquistati da ...e ..., al prezzo di emissione determinato dal Consiglio di Amministrazione; a loro volta, ... e... utilizzeranno il corrispettivo della vendita dei diritti di opzione per l'esercizio dei propri diritti di opzione non ceduti all'Investitore;
- (iii) le Parti eserciteranno i diritti di opzione di cui risulteranno titolari entro il terzo giorno lavorativo successivo al perfezionamento dell'acquisto da parte dell'Investitore: quest'ultimo avverrà l'ultimo giorno di negoziazione in borsa dei diritti di opzione relativi all'Aumento di Capitale in Opzione.

L'obbligo delle Parti di dar corso alla compravendita dei diritti di opzione e alla sottoscrizione dell'Aumento di Capitale in Opzione è subordinato all'avveramento di talune condizioni sospensive. Le Parti si sono, inoltre, impegnate a far sì che tra la data di sottoscrizione del Contratto e quella del perfezionamento dell'acquisto da parte dell'Investitore (c.d. periodo interinale) il Gruppo (... società...) non realizzi operazioni di carattere straordinario che possano incidere in maniera significativa sui profili di rischio della sua attività.

Sulla base del meccanismo previsto nel Contratto, l'Investitore corrisponderà per l'acquisto dei diritti di opzione un prezzo unitario al massimo equivalente al loro valore teorico, pari alla differenza tra il prezzo ufficiale dell'azione (prezzo *cum* diritto d'opzione) e il prezzo teorico dell'azione al netto del diritto d'opzione (*Theoretical Ex Right Price*, "TERP"). Inoltre, per effetto della previsione contrattuale che, ai fini del calcolo del TERP, fissa il valore del prezzo ufficiale dell'azione da prendere in considerazione al massimo ad euro ..., il prezzo che l'Investitore corrisponderà per l'acquisto dei diritti di opzione potrà anche risultare inferiore al loro valore teorico unitario, qualora il prezzo ufficiale dell'azione dovesse superare il suddetto valore di euro... Sulla base delle citate previsioni, l'investitore, dunque, non corrisponderà alcun premio all'azionista di controllo per l'acquisizione della quota azionaria per mezzo della quale entra nel capitale sociale di (...società...).

Al fine di garantire l'integrale sottoscrizione del citato aumento di capitale, Banca ... si è impegnata a costituire un consorzio di garanzia.

Il ..., l'assemblea straordinaria dei soci di (...società...) ha deliberato, tra l'altro, in merito all'attribuzione al Consiglio di Amministrazione della delega, ai sensi dell'art. 2443 c.c., ad aumentare, a pagamento e in via scindibile, il capitale sociale di (...società...) per un importo massimo di Euro ... mediante emissione di azioni ordinarie, da offrire in opzione agli aventi diritto ai sensi dell'art. 2441, primo comma, c.c..

2. Il patto parasociale tra ..., ..., ... e ...

Secondo quanto previsto nel Contratto, in caso di esecuzione dell'Aumento di Capitale in Opzione e di conseguente perfezionamento dell'acquisto della Partecipazione di Minoranza, le Parti sottoscriveranno un patto parasociale (il "**Patto**") volto a regolare i reciproci diritti e obblighi quali soci dell'Emittente.

Il Patto, al quale saranno vincolate le partecipazioni detenute dalle Parti per effetto dell'Aumento di Capitale in Opzione nonché tutte le azioni (...società...) di cui divenissero titolari nel corso della durata del Patto, contiene disposizioni relative:

(i) alla *governance* dell'Emittente,

(ii) a divieti e limitazioni alla cessione/acquisto di azioni (...società...),

(iii) ai casi di scioglimento del medesimo diversi dalla naturale scadenza.

(i) La *governance* dell'Emittente: il Patto prevede che il Consiglio di Amministrazione sia composto da n. .. amministratori, di cui: n... (.. indipendenti) designati da ..., n.... (.. indipendente) designato dall'Investitore, n. .. designato dalla lista di minoranza; qualora non fosse presentata alcuna lista di minoranza, ... amministratore dovrà avere i requisiti di indipendenza e sarà designato di comune accordo tra ...e l'Investitore. ... si è impegnata a inserire nella propria lista di candidati i soggetti il cui nominativo sarà individuato dall'Investitore e a votare a favore della medesima in sede assembleare.

Pur in assenza, nel Patto, di un espresso impegno dell'Investitore a votare la lista presentata da ... nella Nota Integrativa, lo Studio Legale ha chiarito che, in forza di quanto previsto dallo stesso Patto, l'Investitore "è obbligato a fare tutto quanto di propria competenza, quale azionista dell'Emittente e quale Parte del Contratto e del Patto, affinché la composizione dell'organo amministrativo di (...società...) rispetti quanto contrattualmente stabilito dalle Parti". In particolare, è stato precisato che la previsione concernente la composizione del Consiglio di Amministrazione "deve interpretarsi e viene interpretata dalle Parti alla stregua di un impegno che le medesime Parti, ivi compreso l'Investitore, hanno disgiuntamente e congiuntamente assunto di fare tutto quanto in proprio potere affinché venga data attuazione a detta previsione". Con specifico riferimento alle modalità tecniche di nomina dell'organo amministrativo, lo Studio Legale ha chiarito che le Parti hanno regolato, attraverso le clausole pattizie, la formazione e la presentazione della c.d. lista di maggioranza da parte di ...nonché l'impegno del medesimo a votare in favore della predetta lista "fermo restando che l'Investitore [...] farà quanto di propria competenza, quale azionista dell'Emittente e quale Parte del Contratto e del Patto, per assicurare il rispetto dei principi che regolano la composizione del Consiglio così come espressamente stabiliti nell'art. 2.1. del Patto".

Per la durata del Patto un amministratore nominato tra quelli indicati da ...ricoprirà le cariche di Presidente e A.D. dell'Emittente. Sono inoltre presenti talune pattuizioni relative alla composizione dei Comitati Interni.

Il Collegio Sindacale sarà composto da n. ...membri effettivi e n.... supplenti, nominati come segue sulla base del voto di lista disciplinato dallo Statuto: n. .. sindaco effettivo e n. .. supplente designati da ..., n. 1 sindaco effettivo designato dall'Investitore, n. 1 sindaco effettivo e n. 1 supplente designati dalla lista di minoranza; qualora quest'ultima non venga presentata, il Collegio Sindacale sarà composto da: n. .. sindaci effettivi e n... supplente designati da ... n. ... sindaco effettivo e n. ... supplente designati da ... e la carica di Presidente spetterà al sindaco effettivo designato dall'Investitore.

L'art. 6 del Patto disciplina le ipotesi di obbligo di consultazione tra le Parti e, in particolare, prevede specifiche procedure di consultazione con riferimento alle Materie Rilevanti e alle Materie Oggetto di Veto.

(ii) Disposizioni inerenti al trasferimento delle azioni: le Parti si sono impegnate a non disporre delle azioni (...società...) da ciascuna detenute e fino allo scadere del terzo anno dalla sottoscrizione del Patto; non rientrano nella previsione i trasferimenti effettuati a soggetti controllati, controllanti o che siano sottoposti a comune controllo a condizione che tali soggetti aderiscano al Patto.

In parziale deroga al predetto divieto, le Parti hanno previsto la possibilità:

- per ...di disporre di tutte le azioni (...società...) di cui sia titolare, a condizione che ...si consulti preventivamente con l'Investitore in merito alla propria intenzione di effettuare i trasferimenti e che detti trasferimenti facciano sorgere, a qualsiasi titolo, in capo al soggetto acquirente un obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto le azioni (...società...);
- per ...di disporre di tutte o parte delle azioni (...società...) di cui sia titolare, a condizione che le azioni complessivamente conferite al Patto ad esito del trasferimento rappresentino almeno il 50% più un'azione del capitale dell'Emittente.

Inoltre, il Patto prevede, a carico delle Parti, limitazioni all'acquisto di azioni (...società...); in particolare:

- ...potrà acquistare azioni (...società...), senza alcun consenso dell'Investitore, fino ad un massimo complessivo del ...% del capitale sociale di (...società...) e, con il consenso dell'Investitore, oltre il ...% del capitale sociale;
- l'Investitore potrà acquistare azioni soltanto con il preventivo consenso scritto di ...(che si intenderà negato qualora l'acquisto faccia sorgere un obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto) nonché in caso di acquisti da parte di ... senza il consenso dell'Investitore per un ammontare che consenta di mantenere invariato il rapporto percentuale delle partecipazioni detenute da ... dall'Investitore successivamente a tali acquisti;
- l'Investitore e/o ... dovranno astenersi dall'effettuare acquisti che possano far sorgere, a qualsiasi titolo, un obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto le azioni (...società...).

(iii) Casi di scioglimento del Patto: il Patto cesserà di avere efficacia, tra l'altro, qualora:

(a) l'Investitore receda per dissenso; ciò sarà possibile in due casi: 1) qualora il Consiglio di Amministrazione di (...società...) approvi senza il voto concorde degli amministratori designati da ...e dall'Investitore n. ... delibere aventi ad oggetto talune specifiche Materie Rilevanti nel corso del primo triennio di durata del Patto e n. ... delibere aventi ad oggetto dette specifiche Materie Rilevanti per ciascuno degli eventuali periodo di due anni di durata del Patto in caso di rinnovo²; 2) ad esito di una consultazione prolungata, qualora sia assunta una delibera per nuovo indebitamento per un ammontare superiore a Euro ...;

(b) le azioni sindacate detenute dall'Investitore rappresentino meno del ...% del capitale di (...società...);

(c) nel corso di due esercizi almeno n. ... amministratori designati da ... cessino dal proprio incarico e siano sostituiti da manager esterni alla famiglia ...;

(d) venga modificato l'assetto di controllo di ...e/o di... e/o di ...ai sensi dell'art. 2359, commi 1 e 2 c.c..

3. Caratteristiche dell'Investitore

... è un investitore istituzionale che acquisisce prevalentemente partecipazioni di minoranza, con l'obiettivo di creare valore per gli azionisti delle società partecipate, anche attraverso il rafforzamento della posizione competitiva delle imprese oggetto di investimento. A mente dell'art. 4 dello Statuto di ..., il medesimo investe in imprese che siano in una stabile situazione di equilibrio finanziario, economico e patrimoniale, nonché caratterizzate da adeguate prospettive di redditività e con significative prospettive di sviluppo, idonee a generare valore per gli investitori, operando come “ *investitore finanziario orientato a un adeguato ritorno economico e patrimoniale del proprio investimento in linea con il mercato, senza acquisire, il controllo di diritto delle imprese nelle quali investe [...]*”.

... partecipa alla *governance* societaria delle società partecipate secondo il principio dell'investitore “non gestore”, con visione di medio-lungo periodo; ..., inoltre, designa propri rappresentanti negli organi sociali di tali società al fine di assicurare un adeguato livello di rappresentatività e una *governance* attiva, di tutelare il proprio investimento, di individuare opzioni di valorizzazione e liquidazione dell'investimento a condizioni di mercato.

4. Considerazioni

4.1. Lo Studio Legale ha chiesto alla scrivente Commissione di confermare l’*“insussistenza di un obbligo di offerta pubblica di acquisto sulle azioni ordinarie(...società...) ai sensi degli art. 106 e 109 TUF per effetto dell'ingresso dell'Investitore nel capitale sociale dell'Emittente [...] e della stipulazione del Patto”*, in quanto ritiene che l'acquisizione della Partecipazione di Minoranza “*non costituisca una fattispecie giuridicamente*

² L'art. 9.1(ii) del Patto elenca le seguenti materie: (a) acquisizioni e cessioni di partecipazioni aventi un enterprise value ovvero rami di azienda, nonché joint venture e accordi strategici aventi un valore superiore a Euro ... (b) espansioni rilevanti del business e aperture di nuovi centri produttivi, in ogni caso tali da determinare una sensibile discontinuità gestionale di Gruppo, (c) la realizzazione di operazioni che determinino una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale di (...società...) e/o delle Partecipate Rilevanti, (d) accordi rilevanti e/o delibere tali da determinare la sostanziale trasformazione delle attività svolte dal Gruppo.

rilevate ai fini dell'insorgenza dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto ai sensi delle sopra richiamate disposizioni”.

Al riguardo, lo Studio Legale ha affermato che il Patto è volto a regolare i reciproci diritti e obblighi delle Parti e che ha, per un verso, confermato *“il ruolo centrale di ...ai fini della definizione degli indirizzi strategici e della gestione dell'attività industriale, nonché nella gestione del processo di crescita del gruppo facente capo alla Società”* – in quanto l'esecuzione dell'Operazione non determinerebbe una alterazione degli attuali assetti di controllo dell'Emittente – e, per altro, ha disciplinato il *“ contributo dell'Investitore da prestarsi, sia a livello di governance e nello sviluppo del Gruppo (...società...) [...] attraverso l'esercizio di una vigilanza costante, attiva e informata sulla gestione del Gruppo e sulle scelte inerenti agli indirizzi strategici e alle politiche degli investimenti, sia mediante l'apporto delle proprie competenze professionali”*.

Secondo quanto rappresentato nel Quesito, l'esecuzione dell'Operazione non altererà gli attuali assetti di controllo dell'Emittente, in quanto ... (attuale socio di controllo) verrebbe a detenere individualmente una partecipazione superiore al 30% e continuerebbe ad esercitare in via solitaria il controllo di fatto dell'Emittente, per effetto delle pattuizioni parasociali che conferiscono al medesimo le prerogative tipiche del socio titolare del potere di controllo solitario nell'ambito del Patto. Di contro, l'acquisto della Partecipazione di Minoranza si caratterizzerebbe come un *“investimento di minoranza”* in ragione dell'entità e della natura e finalità delle prerogative riconosciute all'Investitore, volte alla protezione del proprio investimento (attraverso l'esercizio di poteri di vigilanza e monitoraggio sulla gestione dell'Emittente) e non ad esercitare una *“ ingerenza (qualificabile come determinante) nella gestione medesima ”*.

4.2. La valutazione delle conclusioni formulate da lo Studio Legale richiede una preventiva disamina delle fattispecie rilevanti ai fini dell'Operazione in esame.

I. Ai sensi dell'art. 106, comma 1 del TUF *“ chiunque, a seguito di acquisti [...] venga a detenere ”* una partecipazione superiore alla soglia del 30% ha l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto (Opa) rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso; inoltre, ai sensi dell'art. 109 del TUF, in presenza di acquisti a titolo oneroso contestuali alla conclusione di un patto parasociale, gli aderenti al medesimo sono tenuti, indipendentemente dalla quota da ciascuno acquistata e detenuta, a promuovere un'offerta pubblica di acquisto qualora *“vengano a detenere”* una partecipazione complessiva superiore alle soglie rilevanti ai sensi degli artt. 106 (30%) e 108, comma 1 (90%) del TUF.

Il legislatore non ha considerato quale elemento costitutivo dell'Opa obbligatoria l'acquisto del controllo, ritenendo sufficiente per integrare la fattispecie il mero superamento della soglia del 30%: detto superamento, pertanto, costituisce una presunzione di esercizio del controllo di fatto sull'emittente quotato in assenza di altri soci che esercitino il controllo sul medesimo (art. 106, comma 5 del TUF e art. 49, comma 1, lett. a), del Regolamento Consob n. 11971/99).

La disciplina dell'Opa obbligatoria assume rilievo qualora in capo ad uno o più soggetti si concentri una partecipazione significativa al capitale sociale dell'emittente tale da determinare un mutamento degli assetti di potere e, dunque, una modifica che impatti sulle ragioni dell'investimento degli azionisti di minoranza e si rende necessario consentire ai medesimi l'uscita dalla nuova compagine societaria a condizioni equivalenti a quelle godute dal titolare del pacchetto di controllo ceduto.

In un caso, come quello in esame, in cui il socio già controllante (di diritto o di fatto) – per effetto di un'operazione di acquisto da parte di altri soggetti di una partecipazione rilevante – riduca la propria partecipazione e si leghi ai nuovi soci con un patto parasociale, occorre pertanto valutare se vi sia stato un concreto mutamento degli assetti di controllo dell'emittente. Tale valutazione dovrà essere effettuata attraverso l'analisi delle pattuizioni parasociali concluse tra il precedente controllante e i soci entranti (e.g.: obblighi di consultazione preventiva, modalità di nomina degli organi sociali, previsione di maggioranza particolari con riferimento a specifiche materie sia in sede di organi del patto che in sede consiliare).

Come già affermato dalla Consob in precedenti Comunicazioni, peraltro, sarebbe contrario alla *ratio* della normativa italiana in tema di offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie ipotizzare che la mera conclusione di un patto parasociale, nell'ambito del quale il socio già controllante di diritto o di fatto ai sensi dell'art. 2359 c.c. e art. 93 del TUF non rinunci a mantenere una posizione dominante, possa far sorgere l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto a carico di tutti i soggetti coinvolti, pur in assenza degli interessi che la relativa disciplina intende tutelare (i.e. mutamento del controllo)³.

In presenza di un patto, pertanto, si dovrà verificare: (i) a chi spetti effettivamente il potere di orientare la volontà dell'assemblea ordinaria (in particolar modo, con riguardo alla nomina della maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione e all'approvazione del bilancio di esercizio⁴) e (ii) chi sia effettivamente in grado di incidere sull'operato dell'organo amministrativo (in particolar modo verificando che il potere formalmente attribuito al socio di maggioranza non sia, nei fatti, vanificato dalla possibilità per gli amministratori espressione del socio di minoranza di impedire l'adozione di decisioni relative alla gestione ordinaria della società in assenza del loro consenso).

II. A seguito dell'Operazione in esame: (i)...ridurrà la propria partecipazione nel capitale di (...società...) e pur in presenza del Patto – secondo quanto rappresentato da codesto Studio Legale – manterrà la *“propria posizione di influenza dominante sull'Emittente”*, e (ii) all'Investitore verranno attribuiti *“poteri di vigilanza e monitoraggio sulla gestione dell'Emittente, senza mai dar luogo ad una ingerenza (qualificabile come determinante) nella gestione medesima”*.

³ Nella Comunicazione Consob n. DCL/DEM/85385 del 16 novembre 2000 si è ritenuto non sussistente *“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.*

⁴ Così la Consob in Comunicazione n. DCL/DEM/85385 del 16 novembre 2000, DEM/2057476 del 14 agosto 2002, Comunicazione n. 6949043 del 31 maggio 2006.

Ai sensi del Patto, come sopra rappresentato, successivamente alla prima nomina dei consiglieri espressione dell'Investitore attraverso il procedimento di cooptazione, ...farà quanto in proprio potere affinché il Consiglio di Amministrazione di (...società...) sia composto da ... amministratori designati dall'Investitore, ... amministratori designati da ...medesimo e un nominativo concordato tra le Parti, qualora non venga presentata alcuna lista di minoranza.

La posizione di ...nella futura assemblea di nomina del nuovo Consiglio di Amministrazione, in ragione della partecipazione detenuta a seguito dell'Operazione, sarà diversa rispetto alle precedenti assemblee di nomina dell'organo amministrativo; tuttavia, in considerazione dell'entità di tale partecipazione e delle previsioni pattizie, ...appare in grado di continuare ad esercitare il controllo di fatto sull'Emittente, in quanto potrà nominare la maggioranza dei componenti del Consiglio di Amministrazione e in occasione dell'assemblea di nomina degli organi sociali disporrà sostanzialmente, in virtù degli impegni contratti da ...per effetto del patto parasociale, della maggioranza dell'assemblea ordinaria.

Inoltre, le cariche di Presidente e A.D. saranno ricoperte da amministratori nominati da ...e non è previsto, secondo quanto rappresentato nel Quesito, che gli amministratori designati dall'Investitore ricoprano cariche esecutive. Inoltre, non porta a diverse conclusioni, la previsione che la lista presentata da ...includa anche una minoranza di nominativi indicati dall'Investitore, in quanto la previsione di una nomina proporzionale degli organi sociali (anche attraverso una medesima lista) e di uso comune in accordi connessi alla ristrutturazione degli assetti proprietari e serve a garantire una rappresentanza dei nuovi soci (anche solo finanziatori) negli organi sociali.

Con riguardo a tale ultimo punto, è necessario inoltre verificare se agli amministratori designati dall'Investitore, che rappresenterebbero meno della metà delle candidature, siano attribuiti poteri tali da limitare quelli degli amministratori nominati da ..e, dunque, depotenziare quest'ultimo. Al riguardo, assumono rilievo le previsioni del Patto concernenti le deliberazioni relative alle Materie Rilevanti e alle Materie Oggetto di Veto.

Le Materie Rilevanti comprendono materie concernenti sia la gestione ordinaria che quella straordinaria⁵. La procedura di consultazione disciplinata dal Patto è volta, “ *nel comune intento di condividere gli indirizzi strategici e della gestione dell'attività industriale, nonché nella gestione del processo di crescita del Gruppo*”, a far sì che le relative deliberazioni consiliari siano assunte con il voto concorde degli amministratori designati dalle Parti. Al fine di evitare situazioni di stallo decisionale, le Parti hanno previsto che le predette delibere saranno comunque adottate secondo le maggioranze di legge e di Statuto (art. 29) – dunque a maggioranza assoluta dei consiglieri presenti e in caso di parità è previsto che prevalga il voto del Presidente (che nel caso di specie sarà uno degli amministratori designati da ... – e, qualora

⁵ Per talune Materie Rilevanti la classificazione dipende dalla valutazione dell'operazione rispetto all'attività dell'emittente e dal rapporto tra il valore dell'operazione e l'indebitamento dell'Emittente in esito all'operazione rilevante. Si rileva, inoltre, che l'art. 23 dello Statuto di (...società...) prevede che gli amministratori debbano richiedere la preventiva autorizzazione da parte della assemblea ordinaria per operazioni quali la cessione o l'acquisto di un ramo dell'azienda senza alcuna precisazione in merito al valore dell'operazione, mentre l'art. 6.2, (a), (i) elenca tra le Materie rilevanti le acquisizioni e cessioni di partecipazioni o rami di azienda di valore superiore a Euro

l'approvazione avvenga senza il voto concorde degli amministratori, potrà essere attivata la procedura per il dissenso sulle Materie Rilevanti. Il Patto prevede, inoltre, (i) una specifica procedura di consultazione prolungata con riguardo ad una particolare materia riservata (i.e.: nuovo indebitamento) e qualora le Parti non addivengano ad una posizione comune ad esito della medesima l'Investitore potrà risolvere il Patto; (ii) la possibilità di recedere dal patto da parte dell'Investitore nel caso in cui il Consiglio di Amministrazione approvi n. ... delibere concernenti specifiche operazioni rientranti nell'ambito delle Materie Rilevanti senza il voto concorde delle Parti nel primo triennio di durata del Patto e, in caso di rinnovo, n... delibere nei successivi due anni di durata del Patto.

Dalla lettura delle norme del Patto emerge, dunque, chiaramente che le procedure di consultazione non impediranno l'adozione delle delibere ove non si giunga ad un accordo tra gli amministratori designati dalle Parti e che, pertanto, anche in assenza di accordo, le decisioni potranno essere assunte con il solo voto favorevole degli amministratori di ...: l'assenso degli amministratori designati dall'Investitore non è stato, dunque, concepito quale elemento indispensabile per addivenire all'adozione di decisioni fondamentali per la gestione ordinaria dell'Emittente.

Le Materie Oggetto di Veto sono relative ad operazioni straordinarie che non rilevano ai fini dell'analisi in esame; la previsione parasociale, infatti, ha quale fine esclusivo la protezione della Partecipazione di Minoranza in caso di operazioni che potrebbero diluirla o di operazioni di riorganizzazione che potrebbero modificare il profilo dell'Emittente. Peraltro, la relativa procedura di consultazione comporta che in caso di mancato accordo tra le Parti in merito al voto da esprimere in assemblea, le medesime potranno esercitare il proprio diritto di voto nel modo ritenuto più opportuno a tutelare i propri interessi (astenedosi o votando contro l'approvazione delle Materie Oggetto di Veto).

Pertanto, ad esito dell'Operazione, in conformità alle previsioni del Patto, ..., pur a seguito della riduzione della propria partecipazione, continuerà ad esercitare un controllo di fatto solitario su (...società...), posto che: (i) nominerà, pur con il meccanismo del voto di lista e attraverso la presentazione di una lista congiuntamente all'Investitore, la maggioranza degli amministratori grazie alla presenza, come rappresentato nella citata Nota Integrativa, non soltanto di un impegno di ... a votare a favore della predetta lista, ma anche di un impegno dell'Investitore a fare *“quanto di propria competenza, quale azionista dell'Emittente e quale Parte del Contratto e del Patto, per assicurare il rispetto dei principi che regolano la composizione del Consiglio”* quali stabiliti nel Patto; (ii) agli amministratori così nominati, non sarà precluso di assumere le decisioni consiliari relative alla gestione ordinaria dell'Emittente anche in assenza del consenso degli amministratori designati dall'Investitore. Infatti, nonostante la previsione di una procedura di consultazione tra le Parti per talune materie rientranti nella gestione ordinaria dell'Emittente, tale procedura non impedisce l'adozione delle relative delibere da parte del Consiglio di Amministrazione anche in caso di dissenso dell'Investitore.

III. Appare opportuno, infine, sottolineare che, sebbene l'Operazione presenti profili simili ad altra operazione nell'ambito della quale, in passato, la Commissione ha ritenuto sussistenti i presupposti per il

sorgere dell'obbligo di OPA⁶, essa presenta elementi che permettono di distinguerla da tale precedente. Fra gli altri, si segnalano i seguenti tratti distintivi.

In primo luogo, viene in rilievo la differente natura del nuovo socio che, nel presente caso, non riveste il ruolo di partner industriale ma un investitore istituzionale che acquisisce, prevalentemente, partecipazioni di minoranza, con l'obiettivo di creare valore per gli azionisti delle società partecipate, anche attraverso il rafforzamento della posizione competitiva delle imprese oggetto di investimento⁷. Esso, inoltre, come previsto dall'art. 4 del proprio Statuto, investe in imprese che siano in una stabile situazione di equilibrio finanziario, economico e patrimoniale, nonché caratterizzate da adeguate prospettive di redditività e con significative prospettive di sviluppo, idonee a generare valore per gli investitori, operando come “ *investitore finanziario orientato a un adeguato ritorno economico e patrimoniale del proprio investimento in linea con il mercato, senza acquisire, il controllo di diritto delle imprese nelle quali investe [...]*”. ..., inoltre, partecipa alla *governance* delle società partecipate secondo il principio dell'investitore “non gestore”, con visione di medio-lungo periodo; ..., infine, designa propri rappresentanti negli organi sociali di tali società al fine di assicurare un adeguato livello di rappresentatività e una *governance* attiva, di tutelare il proprio investimento, di individuare opzioni di valorizzazione e liquidazione dell'investimento a condizioni di mercato.

In secondo luogo, con riferimento agli assetti di controllo, nel presente caso, si rileva la permanenza della posizione del socio di controllo di fatto successivamente all'Operazione, come rappresentato nelle premesse del Patto che prevedono la “*conferma [...] [de]l ruolo centrale di ... ai fini della definizione degli indirizzi strategici e della gestione dell'attività industriale, nonché nella gestione del processo di crescita del gruppo facente capo alla Società*”, chiarendo che l'Investitore presterà un contributo “ *sia a livello di governance e nello sviluppo del gruppo (...società...) [...] attraverso l'esercizio di una vigilanza costante, attiva e informata sulla gestione del gruppo e sulle scelte inerenti agli indirizzi strategici e alle politiche degli investimenti sia mediante l'apporto delle proprie competenze professionali*”. Inoltre, a parte l'acquisto della Partecipazione di Minoranza, l'Investitore non ha rapporti relazionali ulteriori con l'Emittente o società del Gruppo né con esponenti delle medesime.

In terzo luogo, diversamente dal citato precedente, nel presente caso, il Patto, oltre a prevedere, (i) il divieto per le Parti di disporre delle azioni (...società...) detenute per un periodo di ... anni, prevede altresì, (ii) la possibilità per ... di incrementare del ..% la propria partecipazione senza alcun consenso da parte dell'Investitore, e, di contro, la necessità per l'Investitore di ottenere il consenso di ...per qualsiasi incremento della propria partecipazione (ad esclusione degli incrementi derivanti da acquisti effettuati, al fine di mantenere invariato il rapporto percentuale delle partecipazioni detenute dalle Parti, in seguito ad acquisti effettuati da ... senza consenso); nonché (iii) l'obbligo di astensione per le Parti di effettuare acquisti che possano far sorgere un obbligo di Opa.

⁶ Comunicazione DEM/11016918 del 4 marzo 2011.

⁷ Ai sensi della Sintesi delle Linee Guida per gli Investimenti, “... *investe principalmente in partecipazioni di minoranza qualificata ma può perseguire investimenti di maggioranza congiuntamente con altri co-investitori tali da risultare in minoranze implicite per ...*”.

In quarto luogo, nel caso in esame non è presente nelle pattuizioni parasociali un vincolo diretto sull'operatività ordinaria della società quotata le cui azioni sono oggetto di acquisto.

* * *

Ciò posto, a condizione che quanto rappresentato nel Quesito e nella Nota Integrativa venga confermato nel futuro svolgimento degli eventi societari dell'Emittente e considerate la natura dell'Investitore e le condizioni economiche dell'acquisto dei diritti di opzione, si ritiene che l'ingresso dell'Investitore nel capitale sociale di (...società...) e la contestuale stipula del Patto – la cui previsione concernente la nomina dell'organo amministrativo ad esito dell'operazione è da intendersi comprensiva di un impegno anche dell'Investitore a votare a favore della lista presentata da ...– non avranno un impatto sulla *governance* di (...società...) tale da comportare un mutamento degli assetti di controllo del medesimo idoneo a determinare l'insorgenza di un obbligo di offerta solidale sulle azioni dell'Emittente, ai sensi del combinato disposto degli articoli 106, comma 1, e 109 del TUF.

IL PRESIDENTE
Giuseppe Vegas