

Comunicazione Consob 2 aprile 2015 n. 0025962

inviata alla società Goldentree Asset Management Lp e allo studio legale...

OGGETTO: SEAT Pagine Gialle Spa - Quesito in merito all'applicabilità della disciplina in materia di obbligo di offerta pubblica di acquisto ai sensi degli artt. 106 e 109, del d. lgs. n. 58 del 1998 (Tuf)

Si fa riferimento alla nota trasmessa in data ... (il "Quesito") per il tramite dello studio legale... , con cui è stato chiesto alla scrivente Commissione di esprimere il proprio parere in merito alla applicazione della disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria di cui agli articoli 106 e ss. del d. lgs. n. 58 del 1998 (Tuf), di un ipotizzato patto parasociale rilevante ex art. 122 del Tuf (il "Patto") tra i due principali azionisti di SEAT Pagine Gialle Spa ("Seat"), segnatamente, codesta società GoldenTree Asset Management LP ("GoldenTree") e GL Europe Luxembourg Sarl ("GL Europe", di seguito, congiuntamente a Golden Tree, anche i "Fondi"), avente ad oggetto la presentazione di una comune lista di candidati per il rinnovo delle cariche sociali di Seat all'ordine del giorno dell'assemblea ordinaria del 23 aprile p.v., sulla quale far confluire i propri voti, nonché obblighi di preventiva consultazione, senza vincolo di voto, su talune rilevanti materie di competenza assembleare.

In particolare, nel Quesito si chiede di confermare che l'ipotizzato accordo tra i due Fondi non è soggetto ad alcun obbligo di offerta pubblica di acquisto ("Opa") ex art. 106, comma 1, del Tuf, posto che le azioni che sarebbero sindacate nel patto rivengono da acquisti operati in sede di salvataggio (*recte*, in sede di concordato preventivo) e pertanto "esenti" ex art. 49, comma 1, lettera b), 1, (i), del Regolamento Consob n. 11971 del 1999 ("Regolamento Emittenti").

A. Descrizione del contenuto del Concordato Preventivo di Seat.

A seguito del deposito, in data 6 febbraio 2013, di un ricorso ex art. 161, comma 6, del R.D. 16 marzo 1942, n. 267 ("Legge Fallimentare" o "L.F."), Seat – società con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario gestito e organizzato da Borsa Italiana Spa – ha presentato e successivamente modificato una proposta di concordato preventivo ed è stata ammessa alla procedura con decreto del 8-10 luglio 2013. Tale proposta, approvata dai creditori nell'adunanza in data 10 luglio 2014 e omologata dal Tribunale di Torino con decreto in data 3 ottobre 2014, prevedeva, tra l'altro:

- la suddivisione dei creditori di Seat in quattro classi: la classe A formata dai crediti assistiti da privilegio generale, la classe B formata dai detentori del debito bancario, la classe C formata dagli obbligazionisti e la classe D formata dagli altri creditori chirografari;
- la fusione per incorporazione in Seat di una società operativa integralmente detenuta (Seat Pagine Gialle Italia Spa);
- l'aumento di capitale – riservato ai creditori appartenenti alle classi B e C – della società risultante dalla fusione e la soddisfazione, da parte di quest'ultima, dei debiti concorsuali prevedendo, per tali creditori, tra

l'altro, l'attribuzione di un certo numero di azioni di nuova emissione della società risultante dalla fusione per ogni Euro del proprio credito chirografario nei confronti di Seat.

Alla data del 23 dicembre 2014, a seguito dell'esecuzione del concordato, con aumento di capitale riservato ai creditori appartenenti alle classi B e C, l'azionariato di Seat risultava caratterizzato dalla presenza di due principali azionisti, GoldenTree e GL Europe, i quali, a seguito di conversione in azioni dei crediti chirografari dagli stessi detenuti e di ulteriori crediti acquistati dopo l'omologazione del concordato, hanno acquisito nella società loro debitrice una partecipazione complessivamente pari a circa il **50,65%** (26,78%+23,870%) del capitale sociale con diritto di voto di Seat.

Successivamente alla conversione dei crediti in azioni della società, e sino alla data di formulazione del Quesito, GoldenTree e GL Europe acquistano altre azioni Seat. Sicché, allo stato, secondo quanto rappresentato dal richiedente, la partecipazione complessivamente detenuta dai predetti Fondi in Seat risulta pari al **53,865%** (29,02%+24,845%).

B. Considerazioni.

1. La valutazione delle questioni poste dal Quesito richiede una preventiva disamina delle norme che governano la fattispecie in esame.

L'art. 106, del Tuf delinea gli elementi che devono ricorrere affinché si perfezioni l'obbligo di offerta pubblica di acquisto successiva totalitaria, stabilendo, tra l'altro, che "chiunque, a seguito di acquisti ... venga a detenere" una partecipazione superiore alla soglia del 30% (ovvero quella ulteriore del 5% nell'arco di dodici mesi) ha l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso.

L'obbligo di offerta pubblica di acquisto viene poi ulteriormente declinato dall'art. 109, comma 1, del Tuf con riferimento alle "persone che agiscono di concerto", stabilendo che queste sono solidalmente tenute a promuovere un'offerta pubblica di acquisto quando vengano a detenere, a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle soglie rilevanti. L'art. 101-bis, comma 4, del Tuf, fornisce una definizione generale di persone che agiscono di concerto, prevedendo che sono considerati tali "*i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio*". *Il concerto viene peraltro presunto iuris et de iure in una serie di ipotesi elencate dal successivo comma 4-bis dello stesso articolo, tra le quali, per quel che qui rileva, "gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall'articolo 122, comma 1 e comma 5 lettere a), b), c) e d)".*

Il comma 2 del predetto articolo 109 del Tuf prevede inoltre che: "*Il comma 1, primo periodo, non si applica quando la detenzione di una partecipazione complessiva superiore alle percentuali indicate agli articoli 106 ... costituisce effetto della stipula di un patto, anche nullo, di cui all'articolo 122, salvo che gli aderenti siano*

venuti a detenere una partecipazione complessiva superiore alle predette percentuali nei dodici mesi precedenti la stipulazione del patto".

Il legislatore, poi, elenca talune fattispecie di esenzione, nelle quali il superamento delle citate partecipazioni non comporta obbligo di opa, tra cui, in particolare per quanto qui interessa, il caso in cui il superamento "*sia determinato da ... operazioni dirette al salvataggio di società in crisi*" (art. 106, comma 5, lettera b), Tuf) delegando alla Consob il compito di declinarne con regolamento i casi.

Per quel che qui rileva, dunque, il riferimento è all'art. 49, comma 1, lett. b), del Regolamento Emittenti che recita: "*L'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 non sussiste se ... il superamento della soglia rilevante si realizza ... in presenza di una ricapitalizzazione della società quotata ovvero altro intervento di rafforzamento patrimoniale e la società versa in una situazione di crisi attestata da: (i) ammissione a una procedura concorsuale prevista dal R.D. n. 267 del 16 marzo 1942 o da altre leggi speciali*"⁽¹⁾.

2. Con riguardo alle partecipazioni singolarmente detenute da ciascuno dei Fondi, da un esame della scansione cronologica degli acquisti di azioni Seat operati da GoldenTree e GL Europe, come descritta nel Quesito successivamente integrato, è emerso che:

- **GoldenTree:**

- alla data di omologa del concordato (3 ottobre 2014), risultava detenere crediti (propri *ab* origine o acquistati da altri creditori dopo l'approvazione della proposta di concordato) di classe B e di classe C equivalenti, per effetto della conversione post aumento di capitale⁽²⁾, al **20,58%** del capitale sociale di Seat;

- successivamente, alla data del 30 novembre 2014⁽³⁾, risultava (per effetto di altri acquisti di crediti bancari e obbligazioni effettuati dopo l'omologa del concordato) detenere ulteriori crediti di classe B e C equivalenti, sempre per effetto del predetto meccanismo di conversione, a circa il **6,2%** del capitale stesso di Seat;

¹ La disciplina regolamentare in materia di esenzioni ha recentemente subito modifiche apportate con la delibera n. 19084 del 19 dicembre 2014 (pubblicata in G.U. del 31 dicembre 2014), volte ad adeguarne il contenuto al mutato quadro normativo successivo all'introduzione della disciplina in materia di maggiorazione del diritto di voto. Tuttavia, si reputa che tali modifiche apportate in sede regolamentare non abbiano avuto alcun effettivo impatto sulla disciplina previgente posto che nell'ottica di mantenere l'originaria elencazione delle fattispecie esentabili previste dall'art. 49, comma 1, l'originario riferimento al compimento di un "acquisto" è stato sostituito da un più generico riferimento al "superamento della soglia rilevante" al fine di consentire di ricomprendere i casi di superamenti delle soglie OPA non derivanti da un vero e proprio acquisto ma dalla maggiorazione del diritto di voto nelle azioni a voto multiplo.

² Assegnazione di azioni che, si ripete, è conseguito all'aumento di capitale del 23 dicembre 2014.

³ Questa data, menzionata per la prima volta nella nota di chiarimenti del 6 marzo 2015, è la data sino alla quale sono pervenute le informazioni di aggiornamento in ordine ai creditori di Seat (cfr. "Nota di deposito del progetto di ripartizione relativo ai creditori delle Classi B e C ..." presentata al Tribunale di Torino da Seat, pubblicata sul sito della società).

- alla data di conversione in azioni dei crediti stessi (23 dicembre 2014), pertanto, deteneva una partecipazione complessiva pari a circa il **26,78%**(20,58%+6,2%). Infine, dopo tale conversione, ha acquisito un'ulteriore partecipazione pari al 2,25%, arrivando così a detenere una partecipazione complessiva pari al **29,02%** del capitale sociale di Seat;

- **GL Europe:**

- alla data di omologa del concordato (3 ottobre 2014), risultava detenere crediti di classe C equivalenti, per effetto della conversione post-aumento di capitale, al **23,870%** del capitale sociale di Seat;

- successivamente alla data di conversione, ha acquisito ulteriori partecipazioni, rispettivamente, dello 0,566% e dello 0,409% (pari al**0,975%**), arrivando così a detenere una partecipazione complessiva pari al**24,845%** del capitale sociale di Seat.

Pertanto, la soglia rilevante del 30% del capitale (art. 106, comma 1, Tuf) non è stata, in alcuna fase della vicenda, superata singolarmente da nessuno dei due Fondi, sicché è inapplicabile l'obbligo di offerta pubblica di acquisto con riferimento ai predetti soggetti singolarmente considerati.

3. Occorre, tuttavia, stabilire se i predetti acquisti di azioni Seat possano, di contro, rilevare per effetto dell'ipotizzata stipula da parte dei Fondi di patti parasociali rilevanti ex art. 122 del Tuf, in quanto acquisti precedenti derivanti dalla conversione di crediti in azioni, secondo quanto previsto dalla proposta di concordato approvata dai creditori il 10 luglio 2014.

Infatti, come anticipato, il citato art. 109, comma 2, Tuf, ("*Acquisto di concerto*") dispone l'obbligo di offerta pubblica di acquisto quando gli aderenti ad un patto parasociale "*siano venuti a detenere una partecipazione complessiva superiore alle predette percentuali nei dodici mesi precedenti la stipulazione del patto*". In altri termini, la stipulazione di un accordo tra due azionisti determina una "reviviscenza" degli acquisti dagli stessi operati in precedenza (dodici mesi), e, quindi, una aggregazione delle partecipazioni rivenienti dagli stessi acquisti, potenzialmente rilevante ai fini dell'offerta pubblica di acquisto.

In tale prospettiva, nella fattispecie, l'obbligo di Opa potrebbe sussistere a carico dei futuri paciscenti in quanto GoldenTree e GL Europe risulterebbero alla data di sottoscrizione del patto detenere complessivamente il 53,865(oltre quindi il 30%) del capitale di Seat per effetto di acquisti effettuati tutti non oltre i dodici mesi anteriori.

Tuttavia, va pure considerato che la normativa esenta da tale obbligo gli acquisti (anche di concerto) che siano stati effettuati nell'ambito di una operazione "*diretta al salvataggio di una società in crisi*" (cfr. l'art. 106, comma 5, lett. a) del Tuf), acclarata dall'ammissione della società a concordato preventivo (cfr. l'art. 49 comma 1, lettera b, n. 1, (i), del Regolamento Emittenti). In particolare, tale esenzione opera qualora siano riscontrabili unnesso di natura strumentale tra l'operazione diretta al salvataggio e il superamento della soglia e un nesso di natura temporale tra acquisti e ricapitalizzazione (in quanto secondo l'art. 49,

comma 1, lett. b), n. 1, Regolamento Emittenti gli acquisti devono essere effettuati "in presenza di una ricapitalizzazione").

Per rispondere al Quesito, considerato che gli acquisti di azioni Seat sono stati effettuati dai futuri paciscenti tutti dopo che la società era stata ammessa a concordato preventivo, sebbene in diverse *tranche* e in diversi momenti, occorre dunque stabilire se l'esenzione in parola si applichi nella fattispecie con riferimento ad acquisti che determinano superamento delle soglie previste per l'Opa totalitaria (30%) o per l'Opa incrementale (5%).

4. Ciò premesso, con riferimento alle partecipazioni congiuntamente detenute dai Fondi in seguito ad acquisti, risulta che:

- alla data del decreto del Tribunale di Torino che ha omologato la proposta di concordato approvata dal ceto creditorio, i crediti detenuti dai Fondi, congiuntamente considerati, erano pari al **44,45%** (20,58%+23,87%) del capitale sociale di Seat (secondo il tasso di conversione indicato nel concordato);

- successivamente, GoldenTree ha acquistato quote di debito bancario e obbligazioni da altri creditori, convertendo i quali ha acquisito (secondo il tasso di conversione indicato nel concordato) un ulteriore **6,2%** circa del capitale sociale di Seat, venendo in totale a detenere, alla data di conversione del credito in azioni (23 dicembre 2014), una partecipazione pari al **26,128%** del capitale sociale di Seat che unita a quella di GL Europe è pari al **50,65%**(26,78%+23,870%);

- considerati anche gli acquisti effettuati successivamente alla conversione(3,215%), sia da parte di GoldenTree che da parte di GL Europe, la partecipazione complessivamente detenuta dai predetti soggetti in Seat è alla data del Quesito pari al **53,865%** (29,02%+24,845%).

La parte preponderante dei predetti acquisti è dunque derivata ai Fondi dalla conversione di crediti concorsuali, con la conseguenza che le azioni ottenute in contropartita in esecuzione del concordato (**50,65%**) costituiscono acquisto strettamente "necessitato", temporalmente coincidente con la ricapitalizzazione, nonché direttamente correlato alle esigenze di salvataggio dell'Emittente, al cui soddisfacimento è finalizzato il piano di risanamento votato dai creditori (ivi inclusi i futuri paciscenti), ai fini della "risoluzione dello stato di crisi ... attraverso il riequilibrio della situazione finanziaria e dunque il ripristino del normale esercizio" (come attestato dalla relazione emessa ex art. 161, comma 3, L.F. dal professionista designato, richiamata nei decreti di omologa).

Conseguentemente, è da ritenersi che, con riferimento alla partecipazione, congiuntamente detenuta in esito alla conversione dei crediti vantati (**50,65%**), il superamento della soglia del 30%, pure acclarato, non comporti l'obbligo di offerta pubblica di acquisto (ex art. 106, comma 1, del Tuf), rilevato che sono da ritenere sussistenti i presupposti per l'applicabilità dell'esenzione "da salvataggio" ex art. 49, comma 1, lett. b), n. 1, (i), del Regolamento Emittenti.

Infatti, ricorrono sia il presupposto dell'esistenza di "*una situazione di crisi*", attestata, nel caso di specie, dall'ammissione alla procedura di concordato preventivo ex art. 180 L.F. di Seat, avvenuta in data 8-10 luglio 2013, sia il requisito che il superamento della soglia rilevante avvenga "*in presenza di una ricapitalizzazione della società quotata ovvero altro intervento di rafforzamento patrimoniale*".

La circostanza che alcuni acquisti di crediti poi convertiti in azioni siano stati fatti da GoldenTree (pari al 6,2% di capitale, a seguito di conversione) in una fase successiva all'omologa non assume autonoma rilevanza ai fini dell'obbligo di Opa incrementale in quanto: i) ove presente una operazione di ricapitalizzazione (nella specie, conversione di credito in *equity*), l'esenzione riguarda ogni acquisto di azioni correlato alla operazione di salvataggio (nella fattispecie esecuzione del concordato preventivo); ii) nel caso di specie tali acquisti sono stati compiuti da un creditore concorsuale che già si era impegnato nel salvataggio e nella ricapitalizzazione della società debitrice⁽⁴⁾; iii) il rafforzamento della partecipazione di tale creditore nel contesto della esecuzione del concordato non è da considerare estraneo alla finalità di salvataggio solo per la circostanza che esso derivi da cessioni di crediti all'interno del ceto creditorio.

Nel caso in esame, le presenti conclusioni sono, peraltro, avvalorate dalla circostanza che non vi sono allo stato elementi univoci per poter ritenere che sia stato pagato un premio implicito (di controllo) da parte di GoldenTree per l'acquisto di crediti nel periodo compreso tra l'omologa del concordato preventivo e la conversione nelle azioni di nuova emissione, periodo in cui tali crediti di fatto già scontavano l'esistenza di un provvedimento giudiziario che ne sanciva la definitiva convertibilità in azioni al predetto tasso di conversione. Pertanto anche per tali acquisti non sono identificabili motivazioni diverse da quelle di partecipare all'operazione di ricapitalizzazione della società.

Inoltre, mette conto evidenziare che anche l'ipotizzata stipula del patto parasociale è considerata dagli stessi Fondi funzionalmente collegata al superamento dello stato di crisi di Seat, conferendo alla Società salvata, attraverso la possibilità di nominare congiuntamente amministratori a tal fine individuati, un assetto di *governance* in linea di sostanziale continuità con l'avvenuto salvataggio (per effetto di accettazione da parte dei creditori di una proposta di concordato preventivo incentrata sulla conversione di talune classi di crediti in azioni della società debitrice). Tale patto viene quindi rappresentato alla stregua di un ulteriore passaggio della complessiva operazione concordataria, volto a favorire quella continuità aziendale perseguita da concordato preventivo⁽⁵⁾; ciò anche in ragione della circostanza che tale

⁴ Peraltro, con riferimento alle motivazioni degli acquisti delle predette posizioni creditorie, secondo quanto rappresentato nella nota del 6 marzo 2015, "GTAM ha confermato che essi sono stati effettuati in ottica esclusivamente difensiva, e cioè a tutela del considerevole credito complessivamente vantato nei confronti della Società, nell'auspicio che il ruolo di principale creditore potesse agevolare il recupero del proprio investimento".

⁵ In tal senso, appare significativo richiamare quanto rappresentato nella Relazione redatta dal Commissario Giudiziale ai sensi dell'art. 172 L.F., in particolare, con riferimento alla maggiore convenienza del concordato preventivo rispetto alle possibili alternative della continuità fallimentare con esercizio provvisorio e della continuità in sede di amministrazione straordinaria: "La continuità aziendale rappresenta, dunque, il presupposto imprescindibile per minimizzare il sacrificio imposto al ceto creditorio, posto che lo scenario liquidatorio (atomistico o per blocchi, a seguito di fallimento con o senza e.p.) avrebbe conseguenze ben più penalizzanti rispetto a un concordato ex art. 186bis L.F.. Lo strumento offerto dalla disposizione appena citata, nel caso concreto, appare, dunque, funzionale ad

pianificazione attraverso apposito patto non sarebbe stata possibile, al momento della votazione della proposta concordataria, posto che l'identità dei futuri azionisti rilevanti di Seat non era conoscibile in quanto alcuni dei creditori erano detentori di titoli obbligazionari al portatore.

C. Conclusioni

Sulla base di quanto esposto, si ritiene che l'aggregazione, riveniente dall'ipotizzato patto tra GoldenTree e GL Europe, di azioni Seat derivanti dalla conversione di crediti nell'ambito del concordato preventivo (50,65%), **non rilevi** ai fini dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto (ex art. 106, comma 1, TUF), posto che gli acquisti delle rispettive partecipazioni sono da reputarsi esenti in quanto avvenuti in presenza di tutti i presupposti della cd. esenzione "da salvataggio" (art. 49, comma 1, lettera b), Regolamento Emittenti).

* * *

Le predette conclusioni si fondano sugli elementi informativi forniti nel quesito, talché la conoscenza di circostanze diverse e/o ulteriori rispetto a quelle rappresentate comporterebbe necessariamente una nuova valutazione dell'operazione da parte della Consob. Si precisa, infine, che tale valutazione è limitata al caso di specie e tiene conto delle motivazioni e circostanze rappresentate nel quesito (tra cui la particolarità dell'azionariato di Seat post concordato preventivo e l'impossibilità di stipulare il patto in un momento precedente alla votazione del concordato e alla sua omologa da parte del Tribunale di Torino, posto che l'identità degli azionisti che sarebbero stati rilevanti nell'azionariato di Seat non era, al momento, conoscibile) e non può estendersi *tout court* ad altre fattispecie di esenzione (da salvataggio o meno) previste dall'art. 49 del RE.

IL PRESIDENTE
Giuseppe Vegas

assicurare un miglior soddisfacimento dei creditori (concorsuali) rispetto all'ipotizzata alternativa della continuità in sede di e.p."