Luiss
Libera Università
Internazionale
degli Studi Sociali
Guido Carli

CERADI
Centro di ricerca per il diritto d'impresa

L'Opa di Italenergia su Montedison ed Edison

Enrico De Angelis

Marzo 2002

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

1.1. SINTESI DEGLI AVVENIMENTI 2

1.2 LE COMUNICAZIONI UFFICIALI ALLA CONSOB..... 9

1.3. LA NOZIONE DI *ACQUISTO DI CONCERTO*..... 10

1.4 LE DISMISSIONI DI MONTEDISON DELLE PARTECIPAZIONI IN FONDIARIA E BURGO: PENDENZA DI OPA?..... 13

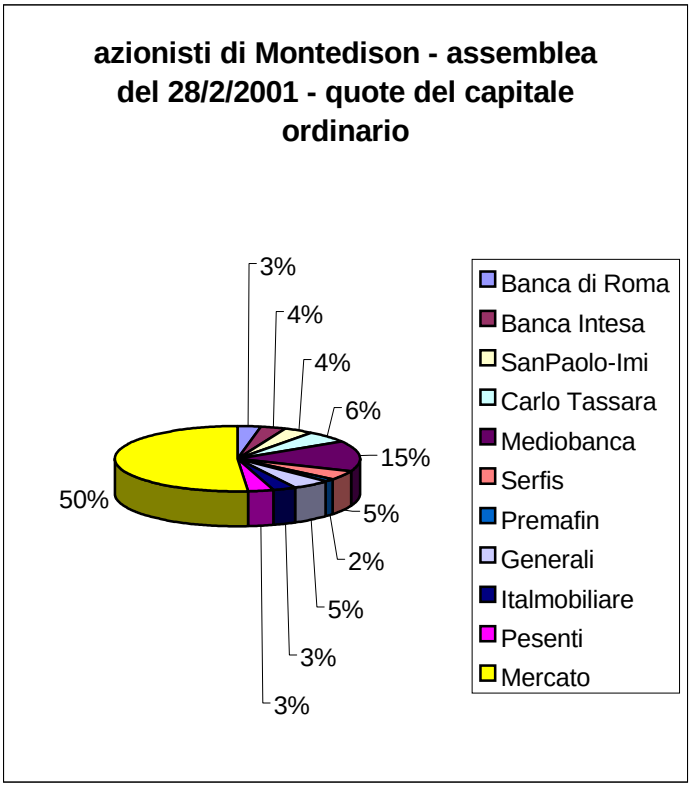
1.5. PROBLEMATICHE CONNESSE: LE ASIMMETRIE NEL MERCATO ELETTRICO EUROPEO..... 17

1.1. Sintesi degli avvenimenti

L'offerta pubblica di acquisto di Italenergia sulle azioni ordinarie di Montedison e di Edison è stata lanciata formalmente il 17 luglio 2001, e si è conclusa (con un'adesione massiccia degli azionisti interessati) il 21 agosto dello stesso anno. In realtà la conquista del controllo sulla Montedison da parte di Italenergia, società costituita appositamente per assumerne il controllo e di cui sono soci Fiat, Electricité de France, la Carlo Tassara, Banca Intesa, San Paolo – Imi e Banca di Roma, è la conclusione di una serie di operazioni ruotanti attorno al controllo di Montedison (e della sua controllata Edison) e quindi attorno agli equilibri proprietari delle società appartenenti alla "galassia Mediobanca". Questa serie di operazioni ha inizio circa un anno prima il lancio dell'offerta pubblica di acquisto su Montedison da parte di Italenergia, con la proposta di fusione tra la Falck e la stessa Montedison.

Inizialmente, nei mesi di agosto e settembre 2000, tramite rastrellamento sul mercato ed il lancio di un'offerta pubblica di acquisto, l'allora Compart (già controllata dalla Montedison, e poi fusa con questa) viene ad acquistare il 74,7% del capitale sociale della Falck. Dal controllo della Compart rimane fuori il 19,9% delle azioni ordinarie Falck ancora in mano all'omonima famiglia (decisione questa concordata con Mediobanca, primo azionista di Montedison e possessore del 15% del suo capitale ordinario).

Nel gennaio 2001 i consigli di amministrazione della Montedison (nella quale la Compart è stata, nel frattempo, fusa), e della Falck, deliberano la



proposta di fusione per incorporazione delle due società[1]. La decisone è rimandata alle assemblee straordinarie di Montedison e di Falck, convocate per la fine di febbraio; il concambio proposto è pari a 31 azioni ordinarie Montedison, del valore nominale di un euro, ogni 5 azioni ordinarie Falck del valore nominale di 2500 lire[2].

All'assemblea straordinaria dei soci Montedison viene bocciata la proposta di fusione con la Falck[3]: motivo dell'astensione dal voto del 43% del capitale presente (soprattutto fondi di investimento[4]) è stato il rapporto di

---

[1] La motivazione industriale alla base di tale proposta di fusione risiede nella possibilità di fondere le società Edison, attiva nel mercato dell'energia elettrica e controllata al 61,3% da Montedison, e la Sondel, controllata al 98% dalla Falck e nella quale sono racchiusi tutti gli assets elettrici del gruppo stesso. Queste due società, unite, potrebbero formare, nell'intento degli amministratori di Montedison e di Falck, un importante polo privato per concorrere nel mercato liberalizzato dell'energia elettrica.

[2] Tale concambio, in base ai valori di Borsa, comporta una valutazione del titolo Falck intorno ai 13 euro, vale a dire il 50% in più rispetto al prezzo al quale era stata lanciata l'offerta pubblica di acquisto qualche mese prima, pari appunto a 9 euro ogni azione ordinaria: sulla base di tale concambio, spetterebbe così ai Falck il 7,5% del capitale ordinario di Montedison.

[3] Era infatti necessario il voto favorevole dei due terzi dei presenti, ma alla votazione soltanto il 56% si è espresso favorevole alla fusione con Falck, l'1% ha votato contrario, il 43% del capitale presente si è astenuto.

[4] In particolare, si sono astenuti dal voto la Carlo Tassara di Romain Zaleski e la Serfis degli Strazzera, Banca di Roma ed il fondo gestito dalla controllata Romagest (assommando in totale circa il 6% del capitale ordinario Montedison), i fondi di investimento controllati da SanPaolo-Imi e Banca Intesa (insieme titolari del 4% del capitale ordinario

concambio proposto, già giudicato in una lettera inviata a fine gennaio da Assogestioni alla Montedison, e alla Consob, come un rapporto che "trovasse scarsa giustificazione economica e finanziaria se valutato nel contesto delle recenti operazioni straordinarie e dell'andamento del mercato". Fallisce in questo modo il tentativo di blindare il controllo della Montedison all'interno della "galassia Mediobanca".

A partire dal mese di marzo 2001 si intensificano le negoziazioni, sia in Borsa sia al mercato dei blocchi, di titoli Montedison: in quaranta giorni ne viene scambiato il 37% del capitale.

Alla fine di aprile la stampa italiana[5] riferisce del tentativo di scalata su Montedison da parte della Carlo Tassara di Romain Zaleski, già azionista di Montedison con una quota vicina al 6% ed oppostosi alla proposta di fusione con la Falck insieme ai fondi comuni di investimento.

La Carlo Tassara, il 30 aprile, dichiara alla Consob di possedere il 15,2% della Montedison, ponendosi quindi come suo primo azionista, davanti a Mediobanca[6].

Nel mese di maggio si continua a rilevare un elevato volume di scambi di titoli Montedison; il 16 maggio la società Electricité de France (Edf), monopolista del mercato francese dell'energia elettrica ed interamente posseduta dallo Stato francese, comunica alla Consob di aver acquisto il 4% del capitale di Montedison, a soli scopi di trading. Durante la settimana seguente Edf comunica alla Consob di aver raggiunto una partecipazione pari al 20% del

---

Montedison), la stessa SanPaolo-Imi si è astenuta mentre Banca Intesa ha votato a favore. E' interessante in tale contesto la reazione della stampa italiana: nell'articolo "Finanza, una prova di maturità", apparso su *Il Sole 24 Ore*, 1 marzo 2001, si legge "il gioco di squadra che si è creato tra grandi gestori, associazione di categoria e Consob ha consentito di risolvere il rischio di conflitti di interesse in cui si trovano i principali gruppi bancari italiani. I gestori si sono mossi in modo autonomo rispetto alle banche di appartenenza e in qualche caso hanno addirittura votato in modo opposto. Né la ragion di Stato, né la realpolitik hanno prevalso sulla massimizzazione del valore delle azioni".

[5] V. La Repubblica, 27 aprile 2001; Il Sole 24 Ore, 27 aprile 2001

[6] La partecipazione diretta di Mediobanca in Montedison (come risulta dal grafico) è pari al 15% del capitale ordinario di Montedison (soglia massima di partecipazione imposta dalla normativa bancaria), ma può contare su altri pacchetti consistenti posseduti da mani amiche, come Italmobiliare (3,03%), Generali (5,3%), Premafin (3,1%), e le tre banche Banca di Roma, SanPaolo-Imi e Banca Intesa, che cumulativamente posseggono il 13% del capitale ordinario di Montedison.

capitale di Montedison, partecipazione che si continua a dichiarare "finanziaria" e non destinata a crescere[7].

Il 23 maggio il governo italiano, preoccupato per l'entrata del monopolista pubblico Edf nell'azionariato Montedison, vara il "decreto anti Edf", il quale impone un tetto del 2% sui diritti di voto in materia di politica energetica per qualsiasi azionista pubblico[8].

La stampa italiana ed internazionale[9] riferisce, a partire dalla metà di giugno, della possibilità di un'alleanza di Edf con partners italiani, in grado di "sdoganare" l'operatore francese nei confronti del potere politico italiano, data la sterilizzazione imposta ai diritti di voto di Electricité de France in Montedison[10].

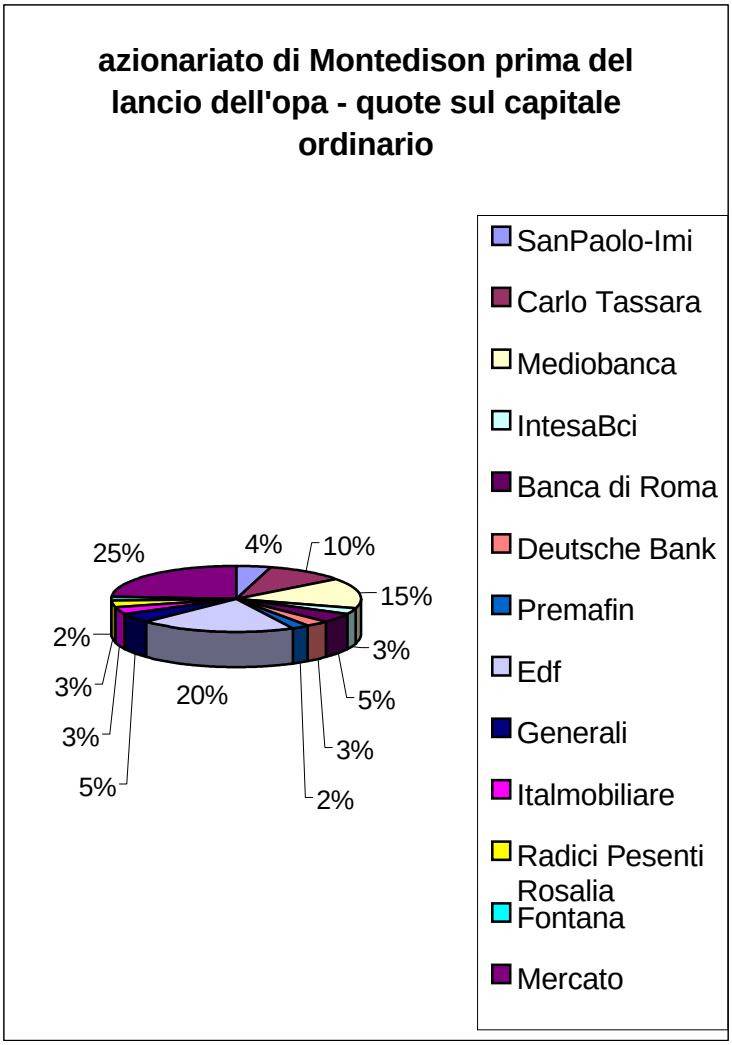
---

[7] Edf comunica a Consob tale partecipazione tramite raccomandata, spedita all'ultimo dei 5 giorni di apertura delle borse utili per comunicare a Consob la partecipazione rilevante, come previsto dal Regolamento Consob attuativo del decreto legislativo n.58/1998(T.u.f.), al fine di mascherare il più a lungo possibile le proprie intenzioni. Su tale tentativo ci si soffermerà nei paragrafi seguenti.

[8] Il "decreto anti Edf", decreto legge 192/2001 poi approvato dalle Camere, di fatto blocca il potere di voto di Edf in Montedison in qualsiasi assemblea che abbia all'ordine del giorno decisioni sul settore energia; tale decreto recita infatti "Fino alla realizzazione all'interno dell'Unione europea di un mercato pienamente concorrenziale nei servizi dell'elettricità e del gas, a salvaguardia dei relativi processi di liberalizzazione e di privatizzazione in atto, nei riguardi dei soggetti controllati direttamente o indirettamente da uno Stato o da altre amministrazioni pubbliche, titolari nel proprio mercato nazionale di una posizione dominante e non quotati in mercati finanziari regolamentati, i quali acquisiscono, direttamente o indirettamente o per interposta persona, anche mediante un'offerta pubblica a termine o in via differita, partecipazioni superiori al 2% nel capitale sociale di società operanti nei settori predetti….(*omissis*)…in caso di superamento del limite del 2%…il diritto di voto inerente alle azioni eccedenti il limite stesso, è automaticamente sospeso e di esse non si tiene conto ai fini dei quorum assembleari deliberativi".

[9] V. The Financial Times, Lex Column, 16 giugno 2001; la Repubblica, 29 giungo 2001; Il Sole 24 Ore, 29 giugno 2001

[10] L'Ifil, chiamata in causa, definisce "destituito di ogni fondamento" un suo possibile coinvolgimento quando invece, secondo l'agenzia di stampa Adnkronos, gli Agnelli si appresterebbero a muovere su Montedison tramite una società veicolo, una *newco*, in cui Edf avrebbe dovuto apportare il suo 20% del capitale ordinario di Montedison, la Carlo Tassara il suo 10,3%, e le tre banche italiane Banca di Roma, Sanpaolo-Imi e Banca Intesa (che solo due giorni prima avevano firmato un patto per la gestione comune delle proprie partecipazioni in Montedison) la loro partecipazione, cumulativamente pari al 13%. Tale ipotesi appare da subito un'ottima via di uscita per Edf, che si è vista limitata, dal decreto del governo italiano, al 2% i diritti di voto contenuti nel suo ben più consistente pacchetto azionario di Montedison: conferendo la sua partecipazione ad una società controllata maggioritariamente da azionisti italiani, l'operatore francese la potrà valorizzare in termini industriali. Inoltre tale soluzione sembra anche essere una via di uscita importante per il governo italiano, padre di un decreto legge mal visto nell'ottica europea (dalla Commissione Europea, infatti, prima ancora di esser



Lunedi 1 luglio il consiglio di amministrazione della Fiat comunica di aver deciso di conferire le proprie attività del settore energia (il gruppo Fiat è infatti il maggior autoproduttore italiano di energia elettrica) "in un'apposita società che potrebbe prevedere l'acquisizione di una rilevante partecipazione in Montedison spa".

Nel pomeriggio dello stesso giorno è diffusa dalla stampa la notizia di un'offerta pubblica di acquisto lanciata sui titoli Montedison da parte di Italenergia, una *new company* al cui capitale partecipano Electricité de France, Fiat, la Carlo Tassara, Banca di Roma, Sanpaolo-Imi e Banca Intesa. Negli stessi giorni la Montedison, nel tentativo di ostacolare il buon esito dell'offerta

---

votato dalle camere, tale provvedimento riceve una prima valutazione negativa; viene infatti considerato come un atto di ritorsione da parte del governo italiano).

pubblica di acquisto, vende la partecipazione nella compagnia di assicurazioni Fondiaria alla Sai, e la partecipazione nelle Cartiere Burgo alla Financière du Loch del gruppo Bolloré[11].

Il 2 luglio viene presentato alla Consob il prospetto dell'offerta pubblica di acquisto di azioni ordinarie Montedison ed Edison[12] da parte di Italenergia, che dichiara di possedere già il 52,09% del capitale ordinario di Montedison, in ragione delle quote conferite dai propri soci[13].

Questa operazione viene ben accolta dal governo italiano, soddisfatto che nell'ambito della cordata vi sia una maggioranza italiana garantita da Fiat.

Il 17 luglio Italenergia riceve dalla Consob l'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto dell'opa, e con essa riceve un immediato rifiuto della propria offerta da parte del Consiglio di amministrazione di Montedison, che considera ostile, non adeguata nel prezzo[14] ed elusiva del decreto

---

[11] Tali dismissioni sono state giustificate, nel comunicato della Montedison alla stampa, come "dovute alla considerazione di tali partecipazioni come non più strategiche, nell'ottica di ottenere una significativa riduzione dell'indebitamento del gruppo e di massimizzazione del valore degli azionisti". Queste operazioni hanno però suscitato diverse perplessità, come si esporrà con maggiore ampiezza nei paragrafi seguenti.

[12] Italenergia è costretta all'offerta pubblica di acquisto su Edison, controllata al 61,3% da Montedison, dall'art.106 del Tuf, co.3, che obbliga a promuovere un'opa sulla totalità delle azioni ordinarie chiunque venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento "mediante l'acquisto di partecipazioni in società il cui patrimonio è prevalentemente costituito da titoli emessi da altra società con azioni quotate" (c.d. *obbligo di opa a cascata*)

[13] Il pool formato dalle tre banche italiane ha conferito in Italenergia la propria partecipazione pari al 13% del capitale ordinario di Montedison in cambio di una quota pari al 23% del capitale di Italenergia, la Carlo Tassara spa ha conferito il proprio 10,3% in cambio della stessa quota pari al 20% del capitale di Italenergia; la Fiat ha venduto ad Edf una piccola azienda operante nell'ambiente e nell'energia, La Fenice, ricevendo in cambio titoli Montedison pari al 10% del capitale ordinario, ed insieme a tale partecipazione in Montedison ha conferito tutti i propri assets elettrici, in cambio di una quota pari al 39% del capitale di Italenergia. Edf ha infine conferito il restante 10% di titoli ordinari Montedison in cambio di una quota pari al 18% del capitale di Italenergia.

[14] Il prezzo offerto per ciascuna azione ordinaria Montedison è pari a 2,82 euro, ben al di sotto delle quotazioni di Borsa registrate in quella settimana (il titolo oscillava nei giorni immediatamente precedenti tra 3,02 e 3,13 euro), mentre il prezzo offerto per ciascuna azione ordinaria Edison è pari a 11,6 euro. Il prezzo offerto per le azioni Montedison ed Edison è stato stabilito secondo quanto disposto dall'art.106, co.2, del Tuf: "l'offerta è promossa…ad un prezzo non inferiore alla media aritmetica fra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi (nel caso di Montedison, pari a 2,42 euro) e quello più elevato pattuito nello stesso periodo dall'offerente per acquisti di azioni ordinarie" (sempre nel caso di Montedison, pari a 3,22 euro). Il prezzo di 2,82 euro offerto da Italenergia rappresenta quindi la soglia minima permessa dal decreto legislativo 58/1998.

governativo[15], ed annuncia l'avvio di procedimenti legali davanti al giudice amministrativo[16].

Nei giorni successivi Italenergia, "sentite le motivazioni provenienti dal mercato", decide di modificare al rialzo il prezzo di offerta per ciascuna azione ordinaria Montedison, dapprima a 3,07 euro, e poi a 3,16 euro[17], prezzo questo che viene ritenuto congruo dal consiglio di amministrazione di Montedison, che rinuncia a presentare l'annunciato ricorso al giudice amministrativo al fine di bloccare l'offerta.

---

[15] Il 12 luglio però Italenergia ha autosterilizzato la quota detenuta da Edf al 2% dei diritti di voto, convertendo il restante 16% in mano ad Edf in azioni privilegiate con diritto di voto limitato.

[16] I legali di Montedison affermano infatti che le informazioni presentate da Italenergia (circa l'entità del proprio capitale sociale) nel prospetto opa sono errate, ed annunciano l'avvio di procedimenti legali volti allo scopo di sfuggire alla *passivity rule* e veder congelato al 2% dei diritti di voto l'intero pacchetto di azioni detenute da Italenergia, poiché ritengono comunque che Edf sia in grado di esercitare un'influenza dominante in Italenergia.

La Consob, nella delibera N. 13198/2001, con la quale autorizza la pubblicazione del prospetto opa di Italenergia, risponde: " le inesattezze, pur presenti nel primo comunicato di offerta in ordine all'entità del capitale sociale di Italenergia, riguardavano un elemento solo secondariamente interessante per i destinatari di un'offerta di acquisto (per i quali rileva prioritariamente l'informazione sull'emittente, sul prezzo e sulle garanzie di pagamento) e che tali incertezze sono state adeguatamente rettificate nei documenti di offerta e debitamente rese note al mercato;

- per quanto riguarda l'applicabilità del decreto legge 192/2001, il diritto di voto della partecipazione di Edf in Italenergia nella misura superiore al 2% deve considerarsi sospeso, 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 rinvengono, 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…."

[17] Per i soci di Italenergia è stato necessario aumentare il prezzo per riuscire a convincere il fronte dei soci Montedison vicini a Mediobanca. Mediobanca deteneva infatti una partecipazione pari al 15% del capitale ordinario Montedison, Italmobiliare il 3%, Generali il 5% ed il gruppo di industriali bresciani raccolti intorno a Fontana, cui Mediobanca si era rivolta per avere supporto nell'ostacolare la scalata di Edf, detenevano una quota di capitale ordinario vicina al 6% Tale blocco, congiuntamente, assommava una partecipazione vicina al trenta per cento del capitale con diritto di voto di Montedison, e rappresentava quindi una minoranza in grado di bloccare qualsiasi decisione sociale in sede di assemblea straordinaria, e quindi, di fatto, qualsiasi progetto di ristrutturazione del gruppo Montedison (ristrutturazione necessaria nel momento in cui si desideri concentrarsi nella sfida all'interno del mercato liberalizzato dell'energia elettrica).

L'offerta pubblica di acquisto su titoli ordinari Montedison ed Edison si è conclusa il 21 agosto 2001 con un'adesione massiccia, pari al 93,5% dei titoli Montedison oggetto dell'offerta e all'87,9% dei titoli Edison oggetto dell'offerta. Italenergia viene così a controllare il 96,9% del capitale ordinario di Montedison e, con la quota detenuta da quest'ultima, il 95,7% della Edison.

1.2 Le comunicazioni ufficiali alla Consob

Si è riferito in precedenza delle modalità con cui Electricité de France e la Carlo Tassara di Romain Zaleski hanno comunicato alla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, durante la scalata sui titoli ordinari Montedison, il raggiungimento delle soglie rilevanti secondo quanto disposto dal Testo Unico sulla finanza. In particolare, è già stato riportato il fatto che Edf abbia comunicato alla Consob il raggiungimento del possesso di partecipazioni rilevanti (oltre cioè le soglie per cui scatta l'obbligo di comunicazione alla Commissione, ai sensi dell'art.120 del Testo unico della finanza) in Montedison tramite raccomandata.

Tale raccomandata ha impiegato diversi giorni per arrivare a destinazione, comportando ritardo nell'informazione al mercato. Né il decreto legislativo N. 58/'98, né il regolamento Consob attuativo del Testo unico della finanza, specifica quale mezzo debba essere utilizzato per tali comunicazioni; nel web site della Consob si specifica che per comunicazioni formali (e dovute ai sensi della normativa vigente) non è possibile utilizzare la posta elettronica, e si riporta l'indirizzo cui spedire la posta ed il numero di fax. Edf ha utilizzato il mezzo più conveniente al fine di mascherare il più a lungo possibile le proprie intenzioni.

Inoltre la grande attività di negoziazioni in cui è consistita la scalata su Montedison da parte di Edf e della Carlo Tassara risulta particolarmente difficile da ricostruire: secondo buona parte della stampa finanziaria coinvolge un gran numero di soggetti che operano su pacchetti ben al di sotto delle soglie di comunicazione alla Consob ex art.120 del Tuf. Ancora, molte voci concordano nell'opinione che la scalata da parte di Edf e della Carlo Tassara si sia svolta in buona parte tramite sottoscrizioni di *call options*, contratti aventi ad oggetto il diritto di acquistare titoli ad una data scadenza, in modo tale da poter

contare su una determinata partecipazione (nel momento in cui se ne ha bisogno) senza esser costretti a comunicare subito alla Consob[18], e celare così più a lungo le proprie intenzioni.

1.3. La nozione di *acquisto di concerto*

Particolare attenzione all'interno dell'offerta pubblica di acquisto di titoli Montedison ha rivestito il dibattito attorno alla definizione di "azione concertata" finalizzata all'ottenimento del controllo su di una società. In questo ambito l'opa di Italenergia ha condotto la Consob ad iniziative importanti.

Per far scattare l'opa obbligatoria ai sensi dell'art.109 del Tuf[19] , co.1, punto a) (quindi nei confronti di più soggetti, apparentemente non collegati, che acquistino "in parallelo" titoli di una medesima società fino a raggiungere cumulativamente una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento del capitale con diritto di voto), la Consob deve poter dimostrare quanto disposto dall'art.122 del Tuf[20], ovvero l'esistenza di patti, anche non formalizzati, che impegnino i soci-alleati a consultarsi tra loro per l'esercizio del

---

[18] La Consob non li prevede infatti tra gli strumenti finanziari che fanno scattare l'obbligo informativo.

[19] L'art.109 della c.d "Legge Draghi" recita: "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'art.122;

b) un soggetto e le società da esso controllate;

c) le società sottoposte a comune controllo;

d) una società e i suoi amministratori o direttori generali."

[20] L'art.122 del Tuf dispone: "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 sono:

a) comunicati alla Consob entro cinque giorni dalla stipulazione

b) pubblicati per estratto sulla stampa quotidiana entro dieci giorni dalla stipulazione

c) depositati presso il registro delle imprese del luogo ove la società ha la sede legale entro quindici giorni dalla stipulazione…"

diritto di voto, a limitare la libertà di trasferimento delle azioni di una società, ad acquistare azioni della stessa società ed infine ad esercitare su di essa un'influenza dominante.

Volendo esprimere, in merito, la posizione sulla quale si è attestata la Consob per mezzo delle parole utilizzate dallo stesso Presidente, prof. Spaventa, "per far scattare l'opa obbligatoria non basta che ci sia un concerto; il concerto deve essere finalizzato, in un patto anche non formalizzato."[21]

La Consob è intervenuta ripetutamente al fine di dimostrare l'esistenza di azioni di concerto ai sensi dell'articolo 109 del Tuf durante la scalata a Montedison da parte di ambedue gli schieramenti, l'uno capeggiato da Mediobanca, l'altro da Electricité de France. E' dapprima intervenuta, senza risultati positivi, convocando gli amministratori di Mediobanca e contestando loro il superamento della soglia del trenta per cento del capitale ordinario di Montedison insieme con i propri alleati (Italmobiliare, Generali, Premafin, Fontana…).

La stessa contestazione è stata mossa allo schieramento guidato da Electricitè de France e dalla Carlo Tassara; anche questo intervento però non ha prodotto riscontri positivi. In quest'ultimo caso la questione si è complicata: se è ammissibile infatti che qualsiasi presunzione di concerto si possa avere prima dell'entrata in vigore del "decreto anti Edf", viene meno con il provvedimento del governo in questione, poiché viene a mancare lo stesso oggetto del patto, vale a dire quell'esercizio dei diritti di voto di cui Edf è in larga misura privata; è anche doveroso ricordare che comunque sull'esistenza di quel patto la Consob doveva indagare perché, nel caso ne fosse stata dimostrata l'esistenza, allora occorreva sanzionare i soci per la mancata pubblicazione del patto stesso ai sensi dell'art.122 del Tuf.

Successivamente all'entrata in vigore del decreto legge 192/2001, la Consob ha ascoltato in audizione i rappresentanti di Edf, della Carlo Tassara e dei nuovi alleati, Fiat ed il pool di banche . Nella delibera n.13198, con la quale Consob autorizza Italenergia a pubblicare il prospetto dell'offerta pubblica di

---

[21]v. *L'opa a cascata frena la contendibilità*, Il Sole 24 Ore, 7 agosto 2001. Lo stesso Prof. Spaventa ammette difficoltà obiettive nei tentativi di dimostrare l'azione di concerto, posta una nozione di "concerto" nel d.lgs. 58/1998 affatto dinamica, ma stringente. Non basta quindi che ci sia un collegamento tra i soggetti, è necessario dimostrare l'esistenza di un patto finalizzato a perseguire ben determinati obiettivi (il controllo congiunto).

acquisto di titoli Montedison ed Edison, tra l'altro, si afferma: "*non sono risultati elementi probatori atti a dimostrare l'esistenza fra gli azionisti di Italenergia 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*".

La Consob ha indagato anche sull'esistenza di un'azione concertata tra la Sai e Mediobanca nella cessione della partecipazione Montedison in Fondiaria. Questa indagine conduce la Consob, per la prima volta nella sua storia, a comunicare: "se e quando[22] si perfezionerà il trasferimento delle azioni, Sai e Mediobanca verranno a detenere una partecipazione complessiva superiore al trenta per cento del capitale con diritto di voto in Fondiaria[23]", e scatterà quindi l'obbligo di opa relativa alla totalità delle azioni Fondiaria, come previsto dall'art.109 del Tuf. Tale decisione viene motivata (all'interno di un quadro legislativo, come visto, particolarmente severo nei confronti della Consob) evidenziando un'attenzione maggiore al dato fattuale, alle effettive modalità con cui sono state prese le decisioni di dismissione[24].

---

[22]Il trasferimento delle rimanenti partecipazioni in Fondiaria da Montedison alla Sai non è stato completato così come Mediobanca e Sai avevano previsto, come si vedrà nel paragrafo seguente.

[23] Mediobanca già deteneva direttamente il 13,78% del capitale ordinario di Fondiaria.

[24] Nel comunicato, infatti, la Consob afferma che "le modalità con cui è avvenuta la transazione fanno desumere l'esistenza di un patto parasociale, anche in forma non scritta, fra Sai e Mediobanca per l'acquisto di azioni Fondiaria e per la gestione della stessa società".

1.4 Le dismissioni di Montedison delle partecipazioni in Fondiaria e Burgo: pendenza di opa?

E' già stato detto che in concomitanza con la riunione del consiglio di amministrazione di Fiat, che avrebbe poi comunicato l'intenzione "di acquisire una partecipazione rilevante" in Montedison, si riunisce anche il consiglio di amministrazione della stessa Montedison, volto a studiare eventuali mosse difensive: tali mosse hanno coinciso con la dismissione delle partecipazioni che Montedison deteneva (a titolo strategico, poiché consolidate nel bilancio Montedison degli ultimi anni) nella compagnia di assicurazioni Fondiaria e nella cartiera Burgo.

Come già riportato, tali dismissioni sono state giustificate, nel comunicato della Montedison alla stampa, come "dovute alla considerazione di tali partecipazioni come non più strategiche, nell'ottica di ottenere una significativa riduzione dell'indebitamento del gruppo e di massimizzazione del valore degli azionisti": la stampa italiana ed internazionale ha però da subito sollevato numerosi e pesanti dubbi su tali decisioni[25].

Innanzitutto Montedison ha annunciato l'operazione di dismissione della Fondiaria prima ancora che ne desse notizia l'acquirente, Sai, e soprattutto tali cessioni sono state decise senza stime, né perizie, né trattative, con il Consiglio di amministrazione di Montedison che decide in tempi brevissimi la vendita di partecipazioni fino ad allora considerate strategiche, e consolidate nel bilancio.

---

[25] Vedi La Stampa, 2 luglio 2001; La Repubblica, 2-3-4 luglio 2001; Il Sole 24 Ore, 2-3 luglio 2001. Parte della stampa ha inoltre sottolineato come in realtà il cda Montedison abbia venduto la propria partecipazione in Fondiaria alla Sai senza che il cda di quest'ultima si fosse riunito (avverrà soltanto il lunedì seguente): a rigor di logica, tale dubbio potrebbe però esser fugato da quanto si legge nel comunicato del cda Montedison, riportato integralmente nella nota seguente, in cui si sottolinea il fatto che Montedison abbia accettato un'offerta precedentemente inviata dalla Sai (anche se non viene riportata la data dell'offerta) riguardo alla partecipazione detenuta in Fondiaria (stessa dichiarazione per ciò che concerne la vendita della partecipazione in Burgo al gruppo Bolloré, già intervenuto in difesa di Mediobanca nell'operazione Consortium).

Nello stesso comunicato di Montedison[26], si legge: "Il consiglio ha accettato l'offerta inviata da Financière du Loch per l'acquisto del 35% del capitale di Dieci - che ha in corso l'incorporazione delle Cartiere Burgo -, ed ha accettato l'offerta irrevocabile inviata dalla Sai per il 29% del capitale di Fondiaria, al prezzo di 9,5 euro per azione" - tale prezzo implica un premio pari al 58% del valore di Borsa del titolo, il che mette al riparo gli amministratori di Montedison da eventuali azioni di responsabilità per aver favorito un solo azionista, Mediobanca, che in questo modo può concentrare presso propri alleati le quote della stessa Mediobanca possedute da Fondiaria (1,9%) e da Burgo (1,56%).

La cessione della partecipazione in Fondiaria a Sai prevede il trasferimento immediato del 7%, mentre la quota rimanente sarebbe stata trasferita una volta ottenute le necessarie autorizzazioni da parte dell'Isvap e dell'Antitrust. Inoltre la Sai era già in possesso di circa il 2% del capitale con

---

[26] Il testo integrale del comunicato diffuso alla stampa al termine del consiglio di amministrazione Montedison: "Il cda di Montedison spa, riunitosi sotto la presidenza del Cav. Luigi Lucchini, ha esaminato ed accettato l'offerta irrevocabile inviata dalla Sai spa per l'acquisto di 111,5 milioni di azioni ordinarie La Fondiaria Assicurazioni, pari al 29% del capitale ordinario. Il prezzo unitario è pari al maggiore tra 9,5 euro per azione ed il prezzo implicito dell'azione Fondiaria nell'ambito di un'eventuale Opa sul capitale Montedison e/o il prezzo esplicito di un'eventuale Opa sul capitale Fondiaria Assicurazioni aumentati del 10%. La cessione prevede le seguenti condizioni: trasferimento di 26 milioni di azioni, pari a circa il 7% del capitale ordinario, con efficacia immediata, al prezzo provvisorio di euro 9,5 per azione con regolamento entro la giornata del 2 luglio 2001. Trasferimento dei restanti 85,5 milioni di azioni, unicamente condizionato al rilascio delle autorizzazioni Isvap ed Antitrust, con efficacia ed esecuzione al prezzo provvisorio di euro 9,5 per azione entro 48 ore dall'ottenimento dell'ultima delle due autorizzazioni. Qualora tali autorizzazioni non intervenissero, la Sai si è impegnata irrevocabilmente a procurare a Montedison un acquirente alle medesime condizioni. Ove entro sei mesi dalla data dell'offerta Sai nessuna Opa su Montedison venisse presentata, il prezzo di 9,5 euro per azione resterà confermato in via definitiva. L'operazione nel suo complesso comporta un incasso di almeno 1.059 milioni di euro ed una plusvalenza di circa 400 milioni di euro. La vendita conclude un negoziato da tempo in corso tra le parti e riguarda la dismissione di un asset ritenuto non più strategico nell'ottica di ottenere una significativa riduzione dell'indebitamento del gruppo e di massimizzazione del valore per gli azionisti. Nella stessa seduta, il cda di Montedison ha anche esaminato ed accettato l'offerta irrevocabile inviata da Financière du Loch (gruppo Bolloré, già attivo nel settore cartario) per l'acquisto del 35% del capitale Dieci srl (la quale ha in corso l'incorporazione delle Cartiere Burgo spa), al prezzo di 81 milioni di euro. La vendita, che avverrà previa offerta in prelazione agli altri soci Dieci a parità di condizioni, comporterà una plusvalenza di circa 27 milioni di euro. Anche in questo caso, l'operazione riguarda la dismissione di un asset ritenuto non più strategico nell'ottica di massimizzazione del valore per gli azionisti. Le due operazioni consentiranno di ridurre l'indebitamento del gruppo di almeno 1.140 milioni di euro, consentendo a Montedison di proseguire nel piano industriale di rafforzamento di Edison, società integrata nei settori dell'elettricità, del gas, delle Tlc e delle risorse idriche, a servizio delle piccole e medie imprese e del sistema industriale italiano".

diritto di voto in Fondiaria (così superando la soglia limite del trenta per cento oltre la quale scatta l'obbligo di offerta pubblica di acquisto sull'intero capitale ex art.106 del Tuf), partecipazione che si è impegnata a vendere entro un anno, senza comunicare al mercato qualsivoglia interesse economico-finanziario alla base di tale cessione programmata che non sia quello finalizzato all'elusione della normativa sull'opa obbligatoria[27].

La cessione della partecipazione detenuta da Montedison nelle Cartiere Burgo è stata invece bloccata dall'azione degli altri soci di Burgo (e di Dieci) finalizzata al riconoscimento del proprio diritto di prelazione sui titoli in vendita, di cui di fatto erano stati privati con l'improvvisa decisione del consiglio di Montedison.

---

[27] Interessanti sono poi stati gli esiti dell'alienazione della partecipazione in Fondiaria a Sai. Infatti l'istituto di vigilanza del settore assicurativo, Isvap, authority cui è demandato il controllo sulla stabilità finanziaria delle imprese assicurative e quindi le autorizzazioni al trasferimento di partecipazioni qualificate delle stesse compagnie assicurative, il 2 gennaio 2002 rende infatti noto che, "allo stato", non sussistono le condizioni perché la Sai possa concludere l'acquisizione del 29% della Fondiaria concordata nel luglio dell'anno precedente (in quel momento era infatti "passato di mano" soltanto il 6,75% del capitale di Fondiaria). Alla base di tale decisione vi era la litigiosità tra le due società (Fondiaria infatti, tramite il suo amministratore delegato Roberto Gavazzi aveva subito manifestato preoccupazioni per tali scelte ed espresso il suo no all'arrivo di un nuovo azionista forte, di controllo), la debolezza delle garanzie finanziarie e della struttura finanziaria di Sai, l'ipotesi prospettata dalla Consob dell' obbligo di offerta pubblica di acquisto nel caso in cui il trasferimento del 29% di Fondiaria alla Sai venisse completato. L'opposizione della Fondiaria a tale trasferimento è particolarmente forte: il 7 gennaio 2002 si apprende di una citazione presso il Tribunale di Torino finalizzata ad accertare che la Sai non ha onorato il contratto di acquisto delle azioni Fondiaria sottoscritto all'inizio di luglio scorso; negli stessi giorni si apprende la volontà di Montedison (controllata da Italenergia) di "girare" alla Toro le azioni contese. E' posta alla Sai una scadenza, il 3 febbraio 2002, per onorare i termini originari del contratto (quindi, completare l'acquisto delle rimanenti azioni Fondiaria, o trovare un terzo acquirente che completi l'acquisto alle stesse condizioni, altrimenti perdere la caparra versata, pari a 258,23 milioni di euro). Alla vigilia di tale scadenza, tre "cavalieri bianchi" giungono in soccorso della Sai: JP Morgan Chase, Interbanca ed il finanziere Francesco Micheli assumono l'impegno irrevocabile ad acquistare da Montedison i rimanenti 85,5 milioni di azioni Fondiaria (pari al 22,2% del capitale ordinario) al prezzo unitario di 9,5 euro (Jp Morgan viene così a detenere il 9,1% di Fondiaria, Interbanca il 6,9% e Micheli il 6,24%). Su richiesta della Consob, Sai fornisce a metà febbraio chiarimenti sull'accordo con i suoi tre cavalieri bianchi: esistono opzioni incrociate che rendono dominante la natura finanziaria dell'intervento di questi ultimi nella vicenda Fondiaria. In particolare, Sai ha stabilito a suo favore una *call option*, un diritto di acquisto sempre esercitabile, così come i tre acquirenti di titoli Fondiaria (che sugli stessi hanno diritto incondizionato di voto) hanno un'opzione *put*, un diritto a vendere gli stessi titoli a Sai. Con lo stesso genere di accordi Sai ha poi venduto (metà febbraio) a Commerzbank e a Mittel la restante partecipazione detenuta in Fondiaria (pari al 7,7% del capitale ordinario); il 2% alla Mittel ed il restante 5,7% alla banca tedesca.

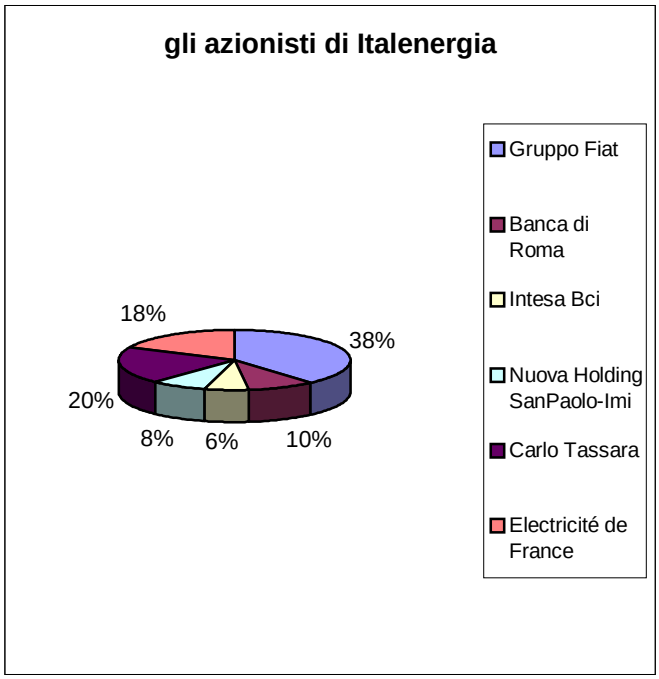
Si è già detto, in precedenza, del piano sotteso a tali dismissioni: privare Edf ed i suoi alleati di assets importanti, e contemporaneamente delle partecipazioni in Mediobanca detenute dalle due società, come mossa difensiva contro l'offerente.

Certamente tali dismissioni, come già detto, hanno suscitato notevoli perplessità sulle modalità con cui sono state effettuate, ma sono valide; l'offerta pubblica di acquisto non era ancora stata formalizzata alla Consob, perciò non rientra nell'ambito dell'art.104 del Tuf, che impone agli amministratori delle società bersaglio "salvo autorizzazione dell'assemblea….*omissis*…di astenersi dal compiere atti o operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta (c.d.*passivity rule*). Il Consiglio di Stato, riferitamente all'opa Generali-Ina, ha infatti stabilito, nell'ordinanza n.1924/1999, che tale obbligo imposto agli amministratori è valido a decorrere "dal momento della comunicazione completa del documento di offerta)".

1.5. Problematiche connesse: le asimmetrie nel mercato elettrico europeo

L'ingresso di Electricité de France nell'azionariato Montedison, come si è già avuto modo di dire, ha da subito causato la reazione del governo italiano, manifestatasi principalmente attraverso il decreto legge 192/2001 volto a sterilizzare al 2% dei diritti di voto la partecipazione di Edf in assemblea Montedison. Il problema deriva dalla semplice constatazione che la liberalizzazione del mercato dell'energia elettrica nell'Unione Europea non ha previsto tappe uguali, o comunque simili, in tutti gli Stati membri: rimane infatti una forte discrezionalità in mano ai governi dei singoli paesi nel decidere con quale ritmo procedere nell'apertura alla concorrenza del mercato elettrico, e soprattutto risultano vistose le differenze tra Stati emerse nel processo di privatizzazione degli (ex) monopolisti pubblici. Così la Francia continua ad avere un monopolista pubblico ancora posseduto interamente dallo Stato francese, cui non è stato imposto nessun unbundling, nessuna separazione societaria tra funzioni diverse (generazione, trasmissione, retail…), passo necessario per arrivare ad una liberalizzazione effettiva del mercato, ed una cessione della potenza installata è stata imposta dalla Commissione Europea ad Edf come condizione necessaria per permettergli l'espansione in altri Stati.

Da buona parte della stampa italiana ed internazionale Electricité de France viene considerato un operatore che, avendo come unico azionista cui rispondere lo Stato francese, e non invece un numero rilevante di azionisti orientati al ritorno economico nel breve periodo, può meglio affrontare lo sforzo di pagare a prezzi elevati (o meglio, proibitivi, per altri operatori) la propria espansione in altri mercati.

Dimostrazione di quanto fin qui affermato risiede nel valore dei conferimenti apportati ad Italenergia, società veicolo che Edf ha costituito per valorizzare la propria partecipazione in Montedison, paralizzata come già detto dal decreto governativo. In base al prezzo offerto in opa, una partecipazione pari al 10% del capitale ordinario di Montedison varrebbe circa 565 milioni di euro; tale partecipazione è stata venduta da Edf a Fiat in cambio della Fenice, società operante nel campo dell'energia e dell'ecologia, il cui valore, in base ai dati di bilancio 2000 (da cui risulta, ad esempio, un fatturato pari a poco più di 400 milioni di euro), è probabilmente inferiore; la differenza tra i 565 milioni di euro di valore della partecipazione in Montedison e l'effettivo valore della

Fenice rappresenterebbe quindi il costo, accettato da Edf, del suo "sdoganamento". Lo stesso amministratore delegato di Fiat, Cantarella, riferendosi all'insieme dei conferimenti di Fiat ad Italenergia (e quindi non solamente alla vendita della Fenice ad Edf in cambio della partecipazione in Montedison, ma riferendosi anche alla valutazione fatta agli assets elettrici conferiti dal gruppo Fiat), ha dichiarato che il capital gain per Fiat si avvicinava ai 600 milioni di euro.