

Comunicazione n. DEM/8095683 del 17-10-2008

Inviata alla ... e alla ... spa

Oggetto: **Risposta a quesito concernente l'applicabilità dell'art. 104 del D.Lgs. 58/98 (TUF) in relazione a nuovi strumenti finanziari denominati Azioni Sviluppo**

1. Il quesito

Con nota del ..., codesta ... e codesta ... hanno congiuntamente formulato un quesito relativo all'applicabilità delle disposizioni di cui all'art. 104 TUF, in materia di "difese" in caso di opa, ad alcuni strumenti finanziari di nuova ideazione denominati "Azioni Sviluppo" elaborate per "favorire l'apertura delle imprese italiane al mercato dei capitali di rischio, valorizzando, al tempo stesso, il ruolo dell'imprenditore nella creazione di valore per l'impresa ed i suoi azionisti".

Secondo quanto indicato nel quesito tali azioni:

- sono destinate alla quotazione ed emesse da società controllate di diritto con azioni ordinarie già quotate o da quotare in concomitanza con la quotazione delle azioni speciali;
- attribuiscono il diritto di voto limitatamente all'azione di responsabilità verso gli amministratori e alle assemblee convocate ai sensi dell'art. 104 TUF per autorizzare misure volte a contrastare un'OPA; essendo dotate di diritto di voto costituirebbero oggetto di un'eventuale offerta pubblica d'acquisto obbligatoria o preventiva esimente ex art. 106 TUF, nel testo risultante dopo il recepimento della direttiva OPA;
- si convertono automaticamente (rapporto 1 a 1) in azioni ordinarie "nel caso in cui la partecipazione del 'socio imprenditore' scenda, per qualunque ragione diversa da una successione mortis causa, al di sotto della soglia del 50% delle azioni ordinarie";
- attribuiscono un privilegio patrimoniale sulla distribuzione dei dividendi;
- oltre a non poter superare la metà del capitale sociale, "non devono rappresentare meno del venticinque per cento del capitale, al fine di assicurare una sufficiente liquidità dello strumento".

Nel quesito si osserva che, nel caso delle Azioni Sviluppo, la previsione statutaria dell'automatica conversione delle azioni speciali in azioni ordinarie, pur non essendo condizionata all'effettuazione di un'offerta ma alla riduzione della quota di azioni ordinarie detenuta dal socio imprenditore al di sotto del 50%, potrebbe assumere "rilievo per la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto" del TUF in due casi:

- i) nel caso in cui il socio imprenditore ceda a un terzo più del 30% dei titoli muniti del diritto di voto nelle materie per le quali l'art. 106, comma 1, TUF (che deve essere letto alla luce della definizione di "partecipazione" di cui all'art. 105, comma 2, TUF) prevede l'obbligo di OPA, nel qual caso "la cessione determinerebbe, al tempo stesso, l'insorgere di un obbligo di Opa in capo al terzo [...] e l'automatica conversione delle Azioni Sviluppo in ordinarie";
- ii) quando "il socio imprenditore aderisca ad un'opa 'amichevole' promossa da un terzo".

In relazione a tali ipotesi, dopo varie argomentazioni volte ad escludere l'applicabilità al caso di specie sia della norma dettata dal comma 1-ter dell'art. 104 TUF, sia della disposizione dettata dal comma 1-bis dello stesso articolo [...omissis...] nel quesito "si chiede di confermare che la

conversione automatica delle "Azioni Sviluppo" non costituisce una misura difensiva ai sensi dell'art. 104 TUF non essendo quindi necessario che la conversione venga nuovamente autorizzata dagli azionisti della società".

* * *

Le disposizioni rilevanti per la soluzione dei quesiti posti, come l'art. 104 TUF, disciplinano poteri e funzioni di organi sociali di società con azioni quotate e sono, dunque, da considerare essenzialmente norme di diritto societario. Pertanto, la valutazione della legittimità dell'emissione, da parte di società quotate (o quotande), di Azioni Sviluppo o di azioni simili recanti altra denominazione, e sulla conformità dei loro regolamenti alla disciplina del TUF in materia di tecniche di difesa è rimessa in ultima istanza al giudice ordinario, chiamato eventualmente a risolvere vertenze che possano insorgere tra i privati.

Si ritiene, tuttavia, opportuno rappresentare l'orientamento della scrivente Commissione sulla questione sollevata, considerata la sua rilevanza nell'ambito della disciplina degli emittenti, sul cui rispetto la Consob svolge funzioni di vigilanza, e considerato che, in passato, tale tema ha già costituito oggetto di comunicazioni interpretative.

Pertanto, si formulano di seguito alcune considerazioni sulla questione prospettata, che portano a ritenere, in conclusione, che la conversione delle Azioni Sviluppo in azioni ordinarie non sia soggetta all'autorizzazione dell'assemblea di cui all'art. 104, comma 1, TUF, in presenza di alcuni presupposti fattuali che di seguito vengono indicati.

2. Considerazioni sull'oggetto del quesito

2.1. Occorre in primo luogo considerare che alla questione posta nel quesito non pare applicabile l'art. 104, comma 1-ter, del TUF, inserito a seguito del recepimento, con D.Lgs. n. 229 del 19.11.2007, della Direttiva OPA (n. 2004/25/CE) e corrispondente all'art. 9, comma 3, della medesima direttiva.

Infatti, tale norma, nel far riferimento a "*ogni decisione presa prima dell'inizio del periodo indicato nel comma 1, che non sia ancora stata attuata in tutto o in parte*" sembra voler disciplinare delibere (anche non assembleari) che richiedono attività esecutive da parte degli organi amministrativi della società: esempi sono l'esecuzione da parte degli amministratori di un aumento di capitale delegato dall'assemblea o l'attuazione di un programma di dismissioni deciso dal consiglio prima dell'offerta. Il caso di una delibera assunta prima dell'offerta che preveda un effetto automatico (sia esso di conversione o di acquisizione da parte dei soci di diritti di conversione) al verificarsi di un determinato evento non pare facilmente riconducibile alla dicotomia attuata/non attuata, posto che tale delibera non richiede di essere "*attuata*" da taluno, ma è soltanto in attesa dell'evento condizionante l'efficacia (la dicotomia giusta sarebbe semmai efficace/inefficace).

2.2. Come riconosciuto nel quesito, la fattispecie che ci occupa presenta, peraltro, notevoli punti di "similitudine" con la fattispecie prevista dall'art. 104, comma 1-bis, TUF. In effetti, si ritiene che l'applicazione o meno di tale norma, sopravvenuta rispetto ai precedenti orientamenti Consob sulla materia (ed in particolare alla Comunicazione n. 99058868 del 29.7.1999), costituisca la questione centrale sollevata con il quesito.

In presenza di una norma che riguarda testualmente "*azioni con diritto di voto subordinato all'effettuazione di un'offerta*", nell'ipotesi in esame si tratta di azioni con diritto di voto su particolari argomenti, che (convertendosi in ordinarie) possono acquisire un diritto di voto "pieno"; inoltre, l'evento determinante la conversione può, fra l'altro, coincidere con il verificarsi del

presupposto di un'OPA obbligatoria ovvero con la conclusione di (*rectius* l'adesione da parte del socio imprenditore ad) un'offerta pubblica preventiva.

La norma citata non è suscettibile esclusivamente di un'interpretazione strettamente letterale, ma deve essere piuttosto interpretata anche alla luce della sua collocazione all'interno del sistema della disciplina delle difese in caso di OPA, nonché tenuto conto della *ratio* e delle finalità della medesima disciplina.

Gli stessi dati "testuali" della disposizione, a causa dell'utilizzo, da parte del legislatore, per l'individuazione della fattispecie rilevante, di elementi normativi "elastici", quali, ad esempio, "azioni con diritto di voto subordinato" ed "effettuazione di un'offerta", richiedono il ricorso ai canoni interpretativi sistematico e teleologico.

Come è stato rilevato in dottrina, con la disposizione dell'art. 104, comma 1-*bis*, TUF il legislatore ha preso in considerazione la circostanza che le azioni a voto subordinato possano essere usate come strumenti di contrasto ad un'offerta. Consapevole del potenziale difensivo di tale categoria di azioni¹, la norma in commento ha subordinato la "rinascita" del diritto di voto non solo all'effettuazione dell'offerta ma anche ad un'autorizzazione assembleare *ex art.* 104.

La disposizione del comma 1-*bis*, dunque, un corollario della disciplina generale della c.d. *passivity rule* accolta nel nostro ordinamento e oggi coerente con l'impostazione comunitaria, motivato, come gli altri commi dell'art. 104, dalla necessità di disciplinare a favore dei soci il conflitto d'interessi potenzialmente esistente fra questi ultimi e gli amministratori, anche quali espressione del socio di controllo, ove presente.

E' da ritenere, pertanto, che la norma vada applicata ogni qualvolta l'emissione di azioni speciali a voto subordinato, per le caratteristiche di queste, sia idonea a fungere anche da misura volta a contrastare gli obiettivi di un'offerta volta all'acquisizione del controllo di una società quotata², potendo indurre l'offerente a desistere dalle sue intenzioni proprio in considerazione degli effetti della "rinascita" del voto - o del voto pieno rilevante per il controllo - per la categoria in esame.

La considerazione della *ratio* della norma ne consente, tra l'altro, l'applicazione anche a "condizioni" formalmente diverse ma sostanzialmente equivalenti a quella della " *effettuazione dell'offerta*"; sempre che ricorra la *ratio* sopra considerata.

2.3. Si ritiene che tale *ratio* non ricorra nel caso della conversione delle Azioni Sviluppo, sulla base dei presupposti che di seguito si indicano.

Alla luce della prospettazione formulata nel quesito, infatti, tali azioni:

1. sono sempre emesse in presenza di un socio con la maggioranza delle azioni ordinarie (dunque per società non contendibili, per le quali non è immaginabile un'opa volta ad acquisire il controllo senza il consenso del preesistente controllante);

¹ Del resto, già prima dell'inserimento della previsione speciale di coordinamento nel TUF, la dottrina (cfr. E. Desana, *Le azioni e il diritto di voto*, in *La riforma delle società*, a cura di S. Ambrosini, Torino, 2003, p. 118) evidenziava la necessità di "vagliare l'ammissibilità [di azioni con diritto di voto condizionato all'evento di un'offerta pubblica di acquisto] alla luce delle regole che governano il mercato del controllo e della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto".

² Su tali misure si veda la Comunicazione Consob n. 99/039392 del 18.5.1999.

2. cessano di esistere (convertendosi in azioni ordinarie) quando il socio di controllo scenda volontariamente al di sotto del cinquanta per cento (e la società diventa, almeno in astratto, dunque contendibile).

Pertanto, per questo tipo di azioni non possono sorgere mai i conflitti d'interessi che giustificano la disciplina delle tecniche difensive (e dell'autorizzazione di conferma): in particolare, non vi può mai essere una contrapposizione tra offerente e azionista di controllo, tale per cui il secondo (o gli amministratori che ne sono espressione) si veda costretto a 'forzare la mano' mettendo in atto delle "difese" (così è rubricato l'art. 104 TUF). *Ex ante*, le Azioni Sviluppo non si prestano ad essere emesse al fine di rendere più costose le offerte, poiché sono destinate ad esistere soltanto finché il socio di controllo sia in grado da solo, con il proprio mero rifiuto a cedere le proprie azioni, di respingere un tentativo di acquisizione a lui ostile³.

In questa situazione, lo svolgimento dell'assemblea prevista dall'art. 104, comma 1, del TUF, non costituirebbe lo strumento voluto dal legislatore per risolvere i conflitti di interesse, conseguenti alla promozione di un'OPA per il controllo, tra il controllante (e gli amministratori che ne costituiscono espressione) e altri soci, ma un adempimento puramente formale che potrebbe prestarsi, in relazione alle diverse possibili situazioni prospettabili in ordine alle maggioranze al suo interno, anche ad usi impropri da parte dello stesso socio di controllo o dell'offerente che promuova un'OPA successiva, i quali si troverebbero ad avere, quanto meno, una notevole influenza sull'esito di tale assemblea.

In sostanza, l'assemblea si terrebbe in un caso estraneo alle finalità perseguite dal legislatore con la sua previsione normativa. Su tali basi, che evidenziano la non ricorrenza nel caso di specie della *ratio* della disciplina sulle "difese" di cui all'intero art. 104 del TUF, non appare possibile estendere alla conversione delle Azioni Sviluppo, letteralmente non compresa nel comma 1- *bis* dell'art. 104, l'applicazione di tale norma.

Ciò non varrebbe, tuttavia, nel caso in cui la maggioranza delle azioni con diritto di voto in assemblea ordinaria sia detenuta non da un singolo socio ma da più soci uniti da un patto parasociale. In tale ipotesi, infatti, a seguito dell'applicazione dell'art. 123, comma 3, del TUF, un'offerta volta all'acquisizione del controllo potrebbe avere esito positivo anche a prescindere dal consenso di ciascuno dei soci aderenti al patto.

Più in generale, le considerazioni sopra svolte circa l'assenza della *ratio* sottostante la disciplina sulle tecniche di difesa non valgono ogni qual volta la maggioranza delle azioni ordinarie non sia detenuta da un unico socio ma da più soci (anche legati da rapporti di parentela) che potrebbero avere comportamenti difformi in caso di promozione di un'offerta da parte di un terzo.

Va, infine, precisato, per estrema chiarezza, che le considerazioni sopra svolte non portano ad escludere l'applicabilità della disciplina di cui all'art. 104 in generale, nelle società che abbiano emesso le Azioni Sviluppo ma esclusivamente ad escluderla (ove siano presenti tutti i presupposti sopra indicati) per l'efficacia della conversione di tali azioni in ordinarie, non potendo escludersi,

³ Si noti che la dottrina propensa a interpretare estensivamente l'art. 104, comma 1-*bis*, è esplicita nell'ancorarne la *ratio* a fattispecie relative a società contendibili in cui è presente la componente di "meccanismo di risposta a opa ostili". Così testualmente M. Gatti, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, 2004, p. 345. E v. anche Id., *Le azioni con diritto subordinato all'effettuazione di un'opa e l'autorizzazione di conferma*, in *Giur.comm.*, suppl. al n. 3/2004, p. 524 (che propone un'interpretazione estensiva, tale da "coprire tutte le ipotesi in cui il risultato pratico cui tende la clausola è precisamente quello di subordinare il voto ad un'alterazione degli assetti proprietari *contro la volontà dell'attuale gruppo di vertice* "). In senso conforme, con espliciti richiami, v. anche U. Tombari, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata, in La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio*, Torino, 2008, p. 77 e 88 ss.

invece, che in tali società possano altrimenti verificarsi, in presenza di un'OPA preventiva o successiva, i presupposti di applicazione della disciplina sulle tecniche di difesa.

p. IL PRESIDENTE
Paolo di Benedetto