

Comunicazione n. DIS/99085578 del 19-11-1999

inviata allo studio legale e alla società per azioni ...

Oggetto: **Opa ... - Quesito relativo all'art. 104 del d.lgs. n. 58/98**

Si fa riferimento al quesito inviato in data ... da codesto Studio Legale in nome e per conto della [... società ...] , relativo all'interpretazione dell'art. 104 del d.lgs. n. 58/98 ("Testo Unico" o "Tuf").

Codesto Studio Legale chiede alla Commissione di volersi pronunciare in ordine alla *passivity rule* con riguardo al caso in cui la società "intenda intraprendere o proseguire, in pendenza di opa, operazioni di acquisizione o dismissione di cespiti che, pur idonee a determinare il mutamento delle relative caratteristiche patrimoniali, rientrano nello svolgimento dell'attività ordinariamente condotta e rappresentano potenzialmente affari di notevole rilievo per lo sviluppo dell'attività della società medesima e la creazione di valore a beneficio degli azionisti sulla base di determinazioni assunte dal management e/o dagli organi sociali anche a notevole distanza di tempo dal lancio dell'offerta medesima e, comunque, prima dell'inizio del periodo di offerta e sulla base di trattative già pendenti".

Secondo codesto Studio Legale, ove si accedesse all'interpretazione secondo la quale anche le acquisizioni e dismissioni rientranti nell'attività ordinaria, pur idonee a determinare il mutamento delle relative caratteristiche patrimoniali della società, devono essere approvate dall'assemblea, si produrrebbe l'effetto di consentire all'offerente di bloccare l'operatività della società *target* per un periodo di tempo non determinato da disposizioni di legge o regolamentari, ma determinabile *ad libitum* dall'offerente stesso fino all'effettiva promozione dell'offerta.

Nel caso di specie codesto Studio Legale chiede in particolare alla Commissione di volersi pronunciare relativamente ad una serie di operazioni - funzionali al conseguimento dell'oggetto sociale di [... società ...] - che sono già state "avviate" dal *management* della società.

Il quesito richiede di valutare la rilevanza, ai fini dell'applicazione dell'obbligo di astensione di cui all'art. 104 del Tuf, di cessioni di beni o di altre componenti dell'attivo o di acquisizioni, esecutive di impegni già assunti o di programmi già avviati prima dell'inizio del periodo di offerta.

Come rammentato nel quesito, nella nota del 18 maggio 1999 n. DAL/99039392 #¹ la Consob ha ritenuto che possono rientrare fra le operazioni disciplinate dall'art. 104 del Tuf, anche i "comportamenti volti a mutare ... le caratteristiche patrimoniali ed aziendali della società oggetto di acquisto", precisando inoltre che "mutano le caratteristiche patrimoniali atti come le cessioni di beni e altre componenti dell'attivo, le operazioni di fusione o scissione, atti che incrementino il peso dell'indebitamento finanziario sul bilancio della società o l'avvio di una politica di acquisizioni; possono mutare le caratteristiche aziendali l'improvviso abbandono di attività d'impresa o l'improvvisa modifica di politiche industriali o commerciali".

Tali atti od operazioni sono considerati rilevanti, come indicato nella stessa nota, in quanto determinano una "modifica sostanziale della società a cui l'offerente è interessato" e possono contrastare gli obiettivi dell'offerta, nel presupposto che essa "è normalmente volta ad acquistare con un certo esborso finanziario il controllo di una società che ha determinate caratteristiche strutturali e patrimoniali".

In quella sede si è già specificato che rimane fuori dall'applicabilità dell'obbligo di astensione, oltre ai comportamenti non produttivi di effetti giuridici, ogni attività degli amministratori che non

¹ Pubblicata nel Bollettino CONSOB del mese di riferimento.

comporti modifiche alla situazione societaria tali da contrastare gli obiettivi dell'offerta.

Le argomentazioni usate in quell'occasione costituiscono la premessa della risposta al quesito ora in esame.

Giova anzitutto osservare che la *ratio* della *passivity rule*, come stabilita dall'art. 104 del Tuf, essenzialmente risiede nell'intento di eliminare gli effetti del conflitto di interessi che potrebbe crearsi tra gli amministratori e gli azionisti della società target in presenza di un'offerta di acquisto non concordata. In tali casi il successo dell'offerta conduce infatti, per lo più, al rinnovo degli organi amministrativi della società, e dunque gli amministratori in carica potrebbero avere interesse ad ostacolare la riuscita dell'operazione, che viceversa potrebbe risultare vantaggiosa per i soci destinatari dell'offerta pubblica. Donde la scelta del legislatore di restituire ai soci stessi il potere di gestione diretta degli interessi sociali - con particolari *quorum* a garanzia delle minoranze ogni qual volta la gestione di quegli interessi comporti l'eventuale compimento di atti contrastanti con gli obiettivi dell'offerta.

Ciò premesso, sembra in primo luogo opportuno precisare che sono da ritenersi certamente fuori dalla sfera di applicazione della norma gli atti meramente esecutivi di obbligazioni già assunte nei confronti di terzi prima dell'inizio del periodo di offerta.

Non potrebbe infatti sostenersi che l'avvio dell'operazione giustifichi un inadempimento (salvo, ma è un'altra questione, esplicite previsioni nel contratto o nel diverso atto che è fonte dell'obbligazione). Una tale opinione contrasterebbe con l'esigenza di salvaguardia degli impegni legalmente assunti e farebbe conseguire all'offerta un grado d'instabilità nella gestione della società incompatibile con il permanere delle azioni da essa emesse sul mercato.

Alla medesima conclusione deve pervenirsi anche nel caso di atti di cessione o acquisizione che, quantunque teoricamente in grado di mutare la situazione patrimoniale della società e pur non configurando adempimenti di obbligazioni già assunte verso terzi prima dell'offerta, siano nondimeno espressione di programmi compiutamente deliberati o addirittura avviati già in epoca precedente al lancio dell'opa.

Tali comportamenti sono espressione del dovere degli amministratori di assicurare la continuità della società anche in corso d'opa. Essi, d'altronde, in quanto programmati e decisi in un momento in cui l'offerta non era nota, non possono essere intesi come manifestazione di volontà di contrastare l'esito dell'offerta stessa. Non sono quindi inficiati da quel sospetto di conflitto d'interessi che si è visto ispirare la disposizione del citato art. 104 e, pertanto, non paiono rientrare nella sfera d'azione di tale norma.

Alcune precisazioni sono, però, ancora necessarie.

Anzitutto va detto che quanto sopra osservato può valere solo in quanto si tratti di decisioni precedenti all'opa che non richiedono, nella loro fase di attuazione successiva, nessun rilevante grado di discrezionalità (nemmeno, ad esempio, quanto al momento della loro attuazione) da parte degli amministratori della società bersaglio. Diversamente, con riguardo alle scelte da costoro compiute in corso d'opa, si riproporrebbe il problema che è alla base della norma in esame e tornerebbe dunque a sussistere la necessità di autorizzazione assembleare da essa prevista. Per la medesima ragione, com'è ovvio, non sfuggono alla necessità di tale autorizzazione le decisioni di mutare i tempi o i modi di conclusione di un'operazione precedentemente decisa.

In secondo luogo, è da ritenere che, per potersi parlare dell'attuazione di programmi non soltanto progettati, ma anche decisi in ogni loro rilevante aspetto prima del lancio dell'opa, è di regola necessario che si tratti di decisioni già rese note o, quanto meno, conoscibili dal pubblico degli investitori. Solo in presenza di tale condizione - ovvero di atti rilevanti verso l'esterno - può ritenersi che quei programmi fossero già parte della politica gestionale e condizionassero la situazione economica della società al momento dell'offerta, così da poter essere presi in

considerazione dall'offerente prima della promozione dell'operazione. A tal fine occorrerà dunque aver riguardo, principalmente, ai documenti contabili e informativi predisposti in un tempo recente (ad esempio, negli ultimi dodici mesi) ed i comunicati effettuati dall'emittente ai sensi dell'art. 114 del Tuf.

[... omissis ...]

IL PRESIDENTE
Luigi Spaventa