

BREVI NOTE SULLA COMUNICAZIONE CONSOB N.
DIE/13042882 - 16 MAGGIO 2013:
OBBLIGO DI PROSPETTO INFORMATIVO EX ART. 94
T.U.F., CONCORDATO PREVENTIVO CON
CONTINUITA' AZIENDALE E AUMENTO DI CAPITALE

di ANTEO PICELLO, avvocato

Riferimenti normativi: Artt. 161, 177 e 180 Legge Fallimentare; Artt. 1 e 94 T.U.F.; Artt. 9 e 34ter Regolamento Emittenti; Artt. 2438 – 2444 c.c.

Nella comunicazione in commento, la Consob si è recentemente espressa in merito all'eventuale obbligo di prospetto informativo relativamente ad un aumento di capitale deliberato in esecuzione di un concordato preventivo, già omologato dal Tribunale, ai sensi del quale azioni di nuova emissione sono offerte (anche) a terzi investitori e, in subordine, ai creditori concordatari (c.d. *debt/equity swap*).

La Consob analizza quindi il rapporto tra le fasi dell'operazione e rileva i relativi diversi obblighi di prospetto informativo, **concludendo che la vicenda fa sì sorgere un obbligo di prospetto informativo ai sensi del TUF, ma non nella fase concordataria in cui i singoli investitori non possono fare scelte autonome, potendo gli stessi in quella fase solo concorrere con il proprio voto all'eventuale approvazione della proposta concordataria, ai sensi della Legge Fallimentare.**

1. La vicenda.

La vicenda riguarda una società per azioni ammessa alla procedura di concordato preventivo, la cui proposta concordataria era stata approvata dai creditori con le maggioranze previste dalla legge fallimentare ed infine omologata dal Tribunale.

Tale piano concordatario prevede, *inter alia*, che taluni creditori concordatari siano soddisfatti mediante *dationes in solutum* di azioni societarie di nuova emissione.

Pertanto, ottenuta l'omologa del concordato da parte del Tribunale, la società delibera un aumento di capitale con emissione di nuove azioni di valore nominale di 1 euro, per un controvalore onnicomprensivo pari a (*OMISSIS*) milioni di Euro.

Più precisamente, a seguito di delega dell'assemblea soci, il consiglio di amministrazione della società ha esercitato tale delega

deliberando un aumento di capitale, con emissione di nuove azioni (ordinarie e privilegiate), destinato:

- i. *in primis*, ai soci della società, che potranno sottoscrivere le azioni di nuova emissione in misura proporzionale alla rispettiva partecipazione esercitando il diritto di opzione, fermo il loro diritto di prelazione sulle azioni rimaste inoptate;
- ii. *in secundis*, le eventuali ulteriori azioni inoptate potranno essere sottoscritte da investitori terzi, generando così per la società quella cassa necessaria (e destinata) a pagare i creditori concordatari, secondo quanto previsto nel piano concordatario; e
- iii. infine, le residue azioni non sottoscritte dagli azionisti o da investitori terzi, sarebbero assegnate ai creditori concordatari sulla base dei parametri indicati nella proposta di concordato omologata, quindi compensando il preesistente debito della società con il loro debito da sottoscrizione delle azioni.

2. Il Quesito Giuridico.

Il consiglio di amministrazione della società ha quindi posto un quesito alla Consob, chiedendole "*se l'offerta in opzione ai soci delle azioni, delle quali la delibera del Consiglio di Amministrazione del ... prevede l'emissione, configuri un'offerta al pubblico ai sensi dell'art. 1, primo comma, lettera t), T.u.f. e se la medesima debba avvenire nel rispetto di quanto stabilito dagli articoli 94 e ss. T.u.f., compreso l'obbligo di pubblicare un prospetto, da sottoporre all'approvazione della Consob e da rendere pubblico in conformità a quanto previsto dall'art. 9 del Regolamento Emittenti Consob*".

Giova precisare che, diversamente da quanto si potrebbe ritenere, nel caso specifico si tratta di una società per azioni né quotata né diffusa.

Al quesito posto, la Consob ha risposto con la comunicazione in commento, numero DIE/13042882 del 16 maggio 2013.

3. L'Analisi in Diritto, tra TUF e Legge Fallimentare.

Un'offerta al pubblico rilevante ai sensi del TUF (e della Direttiva Prospetto) è una comunicazione che contiene dettagli, termini e condizioni di un'offerta di strumenti finanziari (ivi inclusi i termini finanziari degli strumenti stessi), tali da consentire ad un investitore di valutarne l'eventuale acquisto, *indipendentemente dalla forma* o dal mezzo con cui tale comunicazione è veicolata.

Pertanto, non è un'offerta al pubblico rilevante ai sensi del TUF un'offerta che *non consente al singolo investitore* di decidere in

autonomia se accettare la proposta, scegliendo lo strumento finanziario da acquistare: rientra in tale ipotesi una proposta di *debt/equity swap* inserita in una proposta di concordato preventivo, da approvarsi nell'adunanza dei creditori con le maggioranze previste dalla legge fallimentare.

Infatti, ai sensi della Comunicazione Consob DIE/13042882, per valutare se una proposta di concordato preventivo ex art. 161 Legge Fallimentare potrebbe costituire una comunicazione raffigurare un'offerta al pubblico rilevante ex art. 1, primo comma, lettera t), TUF, è necessario distinguere tra le diverse fasi della medesima offerta/operazione, trattandosi di fasi soggette a regimi giuridici diversi:

1. Una proposta che prevede l'offerta di nuove azioni in opzione ai soci nonché a terzi per le azioni eventualmente rimaste inoptate presuppone una scelta individuale sia in merito all'esercizio del diritto di opzione e di prelazione, sia alla sottoscrizione delle azioni inoptate da parte dei terzi. Pertanto, una tale offerta ben potrebbe configurare una "offerta al pubblico" ai sensi del TUF ed esser soggetta all'obbligo di pubblicare un prospetto informativo approvato dalla Consob.
2. Diversa è la risposta da darsi con riferimento alla fase relativa all'assegnazione ai creditori concordatari delle azioni inoptate non sottoscritte da terzi (c.d. *debt/equity swap*), da assegnarsi sulla base delle previsioni della proposta di concordato approvata dai creditori con le maggioranze richieste dalla legge fallimentare, non costituendo tale fase un'offerta pubblica, in quanto non consente al singolo una scelta autonoma ed individuale. Quindi non è applicabile a tale specifica fase la disciplina dell'offerta al pubblico di cui agli artt. 94 e ss. del TUF e non sarà pertanto necessario (in tale fase) pubblicare il prospetto informativo.

4. La Natura del Provvedimento in Commento.

Pare opportuno ricordare, in conclusione e solo con riferimento alla natura dell'atto in commento, le parole usate, nel lontano novembre 1997, dall'allora Presidente della Consob e illustre economista Prof. Tommaso Padoa-Schioppa (1940 – 2010): *“è prassi consolidata della Consob fornire risposta ai quesiti, relativi a materie di competenza istituzionale, posti da operatori e organismi del mercato, associazioni di categoria, studi professionali, risparmiatori e relative associazioni rappresentative. Pur non rientrando tra le attività dovute, la Commissione è consapevole che la risposta fornita ai quesiti posti da soggetti del mercato rappresenta uno strumento che concorre allo svolgimento delle attribuzioni istituzionali, in quanto consente di fornire indirizzi interpretativi e applicativi di norme e di rendere omogenei i comportamenti degli operatori, contribuendo così alla tutela degli*

investitori. [...] Copia delle risposte fornite verrà trasmessa, oltre che allo studio richiedente, anche al soggetto direttamente interessato” (Comunicazione del Presidente Consob n. DIS/97012083 del 28-11-1997).

Sebbene dal 1997 ad oggi il tessuto giuridico sia profondamente mutato (e.g. con la Riforma Vietti del diritto societario, le sempre attuali revisioni della legge fallimentare, le modifiche del TUF, il Regolamento Emittenti, il diritto dell’UE, etc.), tale funzione della Consob nel rispondere ai quesiti posti dagli operatori, è mutata nelle forme (e.g. procedure, pubblicazione online, requisiti) ma ha mantenuto la medesima essenziale funzione nomofilattica quale strumento volto a rendere omogenei i comportamenti degli operatori garantendo una omogenea interpretazione delle norme (TUF e regolamentari), nel miglior interesse degli investitori e del mercato. Si tratta, quindi, di una comunicazione la cui importanza è dovuta non tanto al suo valore giuridico *strictu sensu*, quanto all’autorevolezza degli autori della stessa ed alla delicatezza della materia trattata (i.e. procedure di ristrutturazione del debito con profili di diritto finanziario) e, pertanto, alle utili indicazioni fornite dall’Autorità agli operatori del settore.

– **SEGUE IL TESTO INTEGRALE (CON OMISSIS) DEL
PROVVEDIMENTO CONSOB** –

CONSOB, COMUNICAZIONE DIE/13042882 DEL 16-5-2013

inviata alla Società ... S.p.A.

OGGETTO: Quesito in ordine all’obbligatorietà di procedere alla redazione del Prospetto informativo ex art. 94 del TUF ai fini del perfezionamento dell’aumento di capitale sociale deliberato dal Cda della Società al servizio della conversione dei crediti in capitale sociale, nell’ambito dell’esecuzione della proposta di concordato preventivo omologato.

Si fa riferimento alla nota del ... nonché alle integrazioni rese con nota del ..., con le quali codesta Società, nel premettere:

- di annoverare circa ... soci e di non essere né quotata né diffusa;
- di essere stata ammessa al concordato preventivo con decreto del ..., omologato con decreto del ..., depositato in data ..., divenuto definitivo;
- che la proposta di concordato omologata prevede che taluni creditori concordatari siano soddisfatti mediante *dationes in solutum* di azioni della Società di nuova emissione;
- che a seguito di delega dell’assemblea dei soci, il proprio consiglio di amministrazione ha esercitato la suddetta delega deliberando un aumento

di capitale con emissione di nuove azioni, sia ordinarie che privilegiate, di valore nominale di un euro, per un controvalore, comprensivo di sovrapprezzo, di ... milioni di euro, offerte in opzione ai soci;

- di non avere ancora provveduto a depositare l'offerta in opzione delle azioni ai soci,

ha chiesto alla Consob "*se l'offerta in opzione ai soci delle azioni, delle quali la delibera del Consiglio di Amministrazione del ... prevede l'emissione, configuri un'offerta al pubblico ai sensi dell'art. 1, primo comma, lettera t), T.u.f. e se la medesima debba avvenire nel rispetto di quanto stabilito dagli articoli 94 e ss. T.u.f., compreso l'obbligo di pubblicare un prospetto, da sottoporre all'approvazione della Consob e da rendere pubblico in conformità a quanto previsto dall'art. 9 del Regolamento Emittenti Consob*".

Codesta Società ha anche specificato che l'operazione in esame verrebbe articolata nel seguente modo:

- l'aumento di capitale sarebbe destinato in prima battuta ai soci della Società, che potranno sottoscrivere azioni ordinarie o privilegiate di nuova emissione, in misura proporzionale alla rispettiva partecipazione, esercitando il diritto di opzione. Gli azionisti, purché ne facciano contestuale richiesta, avranno anche diritto di prelazione sulle azioni rimaste non optate. Le eventuali ulteriori azioni inoptate potranno, infine, essere sottoscritte da investitori terzi. In questo modo, la Società potrebbe acquisire la provvista necessaria per soddisfare per cassa i creditori concordatari secondo le previsioni del concordato, senza dover attivare la *datio in solutum* in favore di tali soggetti;

- solo qualora residuassero, in tutto o in parte, azioni non sottoscritte dagli azionisti o da eventuali investitori terzi, e quindi non fosse stata acquisita la provvista per soddisfare per cassa i creditori concordatari, le stesse verrebbero, allora, assegnate a questi ultimi, sulla base delle indicazioni contenute nella proposta di concordato omologata, mediante compensazione fra il credito vantato verso la società da tali soggetti e il debito da sottoscrizione delle azioni di nuova emissione.

* * *

Al riguardo, sulla base di quanto sopra indicato, si formulano le seguenti osservazioni.

In primo luogo si osserva che, secondo la Direttiva 2003/71/CE ("Direttiva Prospetto") e il D.Lgs. n. 58 del 1998 ("TUF"), si ha un'offerta al pubblico di strumenti finanziari in presenza di una comunicazione a persone, effettuata con qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti informazioni sui termini dell'offerta e sugli strumenti finanziari sufficienti a consentire all'investitore di decidere l'acquisto o la sottoscrizione di questi strumenti finanziari.

La vigente definizione di offerta al pubblico di strumenti finanziari, pertanto, presuppone che il singolo investitore sia messo in grado di assumere un'autonoma decisione di investimento. L'obbligo del prospetto informativo che ne consegue, ha quindi la finalità di consentire che

l'investitore assuma consapevolmente, in maniera adeguatamente informata, la propria decisione di investimento.

Nel caso di specie, l'offerta di nuove azioni in opzione ai soci della Società nonché a terzi investitori per le azioni eventualmente rimaste inoptate, presuppone una scelta individuale in merito all'esercizio del diritto di opzione (e dell'eventuale diritto di prelazione) e alla sottoscrizione delle azioni inoptate da parte dei terzi. Pertanto, essa configura un'offerta al pubblico ai sensi della disciplina di riferimento sopra citata.

Ne consegue che, laddove non si versi in una delle ipotesi di esenzione previste dall'art. 34-ter del Regolamento Emittenti ("*Casi di inapplicabilità ed esenzioni*"), trova applicazione alla fattispecie sopra descritta la disciplina dell'offerta al pubblico, con particolare riferimento all'obbligo di pubblicare un prospetto informativo approvato dalla Consob.

In via incidentale, si segnala, peraltro, che, l'assegnazione delle azioni inoptate e non sottoscritte da terzi investitori ai creditori concordatari, sulla base delle previsioni della proposta di concordato approvata dall'adunanza dei creditori con le maggioranze richieste dalla legge fallimentare, non costituisce offerta pubblica, non consentendo all'oblatore né di accettare individualmente la proposta di investimento né alcuna scelta in merito agli strumenti finanziari da sottoscrivere. Limitatamente a tale specifica fase dell'operazione descritta nel prospetto, quindi, non appare applicabile la disciplina dell'offerta al pubblico di cui agli artt. 94 e ss. del TUF e relative disposizioni attuative.

dott. Angelo Apponi – dott.ssa Nelda Sotis
CONSOB