CONSOB

Comunicazione n. DEM/8095703 del 17-10-2008

inviata alla … spa e allo studio legale ….

Oggetto: **Risposta a quesito concernente la possibilità di emettere "azioni speciali" convertibili in azioni ordinarie in caso di "cambio del controllo"**

Con nota pervenuta in data ... lo Studio legale …per conto della società quotata … spa (di seguito, anche "…") il cui capitale è posseduto in misura superiore al 50% da …, ha presentato formale richiesta di parere in ordine alla ammissibilità di disposizioni statutarie che prevedano l'emissione di azioni di risparmio convertibili, a scelta dei portatori, in azioni ordinarie in caso di "cambio di controllo". In particolare nella citata nota sono evidenziate le seguenti caratteristiche di tale categoria di titoli:

- finalità di collocamento a valori analoghi rispetto alle azioni ordinarie con conseguente riduzione dell'effetto diluitivo per gli azionisti ordinari in sede di emissione;

- presenza di una mera facoltà di conversione e non di una conversione automatica in caso di "cambio di controllo";

- definizione dell'evento "cambio di controllo" quale situazione in cui "*un soggetto diverso dal "controllante pro tempore" risultasse titolare – direttamente e/o indirettamente (tramite una o più società direttamente e/o indirettamente controllate e/o tramite persona/e interposta/e e/o tramite società fiduciaria/e)*[1] *– della maggioranza assoluta dei voti esercitabili nelle deliberazioni rilevanti della società [nomina, revoca e responsabilità dell'organo esecutivo]*" in seguito ad i) un'OPA volontaria od obbligatoria; ii) una fusione che pur idonea a determinare un'OPA benefici della relativa esenzione prevista dal TUF;

- necessaria autorizzazione assembleare della facoltà di conversione ai sensi dell'art. 104, comma 1-*bis*, TUF successivamente all'annuncio dell'OPA, ma prima della conclusione della stessa;

- possibilità per i portatori di esprimere il proprio voto nell'assemblea convocata ai sensi del precedente punto;

- impossibilità per i portatori di aderire all'OPA, in quanto la facoltà di conversione sorgerebbe successivamente al completamento dell'offerta e quindi alla effettiva realizzazione del "cambio di controllo" (salva la facoltà per l'offerente di estendere volontariamente l'OPA anche alle azioni di risparmio);

- previsione della conversione automatica in azioni ordinarie nel caso in cui, realizzatesi le due condizioni per la facoltà di conversione (autorizzazione assembleare e cambio di controllo) venisse convertito in azioni ordinarie oltre il 90% dei titoli in questione;

[1] Come precisato dall'avv. …, da ultimo con nota del … il mutamento del controllo di diritto su … si intende realizzato anche qualora la partecipazione rilevante sia detenuta non solo dalla singola persona fisica o giuridica, ma anche tramite patto.

- previsione di un aumento del privilegio patrimoniale nel caso in cui, pur verificandosi la condizione del cambio di controllo, l'assemblea *ex* art. 104 TUF, non abbia autorizzato la facoltà di conversione in ordinarie.

Successivamente all'invio del quesito con ulteriori contatti *[…omissis…]* sono stati chiariti alcuni aspetti dell'operazione. In particolare *[…omissis…]* è stato chiarito che, nonostante la nota *[…omissis…]* faccia riferimento nell'oggetto e nel testo ad "azioni di risparmio", oggetto del quesito è propriamente l'emissione di azioni privilegiate con voto limitato all'assemblea *ex* art. 104 del TUF ("azioni speciali …") [2]. Inoltre, con nota trasmessa *[…omissis…]* si è manifestato l'intendimento di prevedere che le azioni speciali … siano munite *"del diritto di voto con riguardo a tutte le assemblee ex art. 104 del Tuf"* con ciò divenendo oggetto, a prescindere dalla loro conversione in ordinarie, dell'OPA obbligatoria o volontaria con effetto esimente ai sensi della nuova formulazione dell'art. 106 TUF. In esito a tali modifiche, pertanto, ogni richiamo alle azioni di risparmio contenuto nella presente deve essere inteso come effettuato alle anzidette azioni speciali DCM.

Nel quesito, inoltre, si rappresenta che lo statuto provvederebbe a colmare alcune lacune operative dell'art. 104 TUF, regolando tempistica e modalità inerenti alla convocazione dell'assemblea prevista da tale articolo. In particolare:

- Competente a decidere se attribuire o meno alle azioni speciali la facoltà di conversione in azioni ordinarie sarebbe l'assemblea straordinaria, importando tale deliberazione una modifica statutaria.

- Non sarebbe prevista l'approvazione da parte dell'assemblea della speciale categoria di azioni.

Sulla previsione dell'assemblea di conferma ex art. 104, comma 1-*bis*, e sugli aspetti da ultimo indicati si chiede il parere della scrivente Commissione.

***

In relazione a quanto sopra e tenuto, altresì, conto del fatto che nel corso dell'istruttoria relativa al quesito in oggetto sono state presentate alla Consob altre ipotesi di strumenti finanziari con caratteristiche in parte analoghe alle azioni speciali …, è stato necessario effettuare una complessiva revisione degli orientamenti Consob in materia, che giustifica i tempi di risposta al presente quesito.

Nel merito la disamina compiuta ha condotto alle seguenti conclusioni.

1. La valutazione da parte della Consob della legittimità dell'emissione, da parte di società quotate (o quotande), di azioni speciali o di azioni simili recanti altra denominazione, e della conformità dei loro regolamenti alla disciplina del TUF in materia di tecniche di difesa, incontra dei

---

[2] In realtà già nella formulazione della suddetta nota, si era prospettata la possibilità di "*denominare le azioni di cui si discute non azioni di risparmio convertibili, bensì "azioni speciali convertibili*", nonostante si dubitasse che "*l'attribuzione del diritto di voto con limitato ed esclusivo riferimento all'argomento rappresentato dalla approvazione assembleare della convertibilità (...) [fosse] tale da incidere circa l'obbligatorietà delle denominazione "azioni di risparmio*". A tal fine nelle clausole statutarie attinenti rispettivamente alla "determinazione dei diritti" ed alla "disciplina della convertibilità", allegate in bozza alla suddetta nota, è stata utilizzata la locuzione più generale di "azioni speciali" in luogo di quella specifica di "azioni di risparmio" che è, invece, presente nella richiesta di parere.

limiti, in quanto le disposizioni rilevanti per la soluzione di tali questioni, come l'art. 104 TUF, sono da considerare essenzialmente norme di diritto societario la cui applicazione è rimessa in ultima istanza al giudice ordinario; 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.

2. La fattispecie che ci occupa presenta notevoli punti di "similitudine" con la fattispecie prevista dall'art. 104, comma 1-*bis*, TUF; in effetti, 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) costituisce la questione centrale sollevata con il quesito.

La suddetta disposizione non è suscettibile esclusivamente di un'interpretazione strettamente letterale ma deve essere 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.

La disposizione del comma 1-*bis* rappresenta 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, espressione del socio di controllo.

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 quotata[3], 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 consente, tra l'altro, l'applicazione anche a "condizioni" formalmente diverse ma sostanzialmente equivalenti a quella dell'*effettuazione dell'offerta*"; sempre che ricorra la *ratio* sopra considerata.

Tuttavia, si ritiene che alle azioni speciali … la disposizione in discorso non sia applicabile in quanto, in base alla prospettazione formulata nel quesito, tali azioni 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) e 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 dunque contendibile).

Pertanto, per tali azioni non possono sorgere 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 tattiche difensive. *Ex ante*, le azioni speciali … 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

[3] Su tali misure si veda la Comunicazione Consob n. 99/039392 del 18.5.1999.

grado da solo, con il proprio mero rifiuto a cedere le proprie azioni, di respingere un tentativo di acquisizione a lui ostile[4].

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 rischierebbe di essere un adempimento puramente formale; 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 speciali *[…omissis…]*, 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 tutti i 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.

L'esclusione della necessità dell'autorizzazione di conferma ex art. 104, comma 1-*bis*, TUF riguarda solo l'efficacia dell'attribuzione della facoltà di conversione delle azioni speciali … in ordinarie, non potendo escludersi, invece, che possano altrimenti verificarsi, in presenza di un'OPA preventiva o successiva riguardante azioni dell'emittente, i presupposti di applicazione della disciplina sulle tecniche di difesa di cui all'art. 104 TUF.

Resta in ogni caso salva la possibilità per la società, nell'ambito dell'autonomia statutaria, di prevedere l'autorizzazione dell'assemblea convocata ex art. 104, comma 1, TUF, come condizione di efficacia del riconoscimento ai portatori delle azioni speciali della facoltà di conversione.

* * *

Nell'ambito del quesito, oltre a porsi il problema dell'ammissibilità in generale dell'emissione delle azioni speciali …, vengono prospettate in concreto le modalità tecniche con cui strutturare il procedimento di conversione dei titoli in azioni ordinarie, affrontando alcune questione attinenti: i) l'assemblea (ordinaria o straordinaria) chiamata a deliberare l'autorizzazione alla

---

[4] 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.

conversione *ex* art. 104 TUF; ii) la necessità di una ulteriore autorizzazione alla facoltà di conversione da parte dell'assemblea speciale dei portatori di azioni speciali …; iii) il procedimento di conversione in caso vi sia una fusione esente da OPA.

Con riferimento a tali aspetti occorre sottolineare, in misura ancora maggiore rispetto a quanto sopra evidenziato, i limiti alla competenza della Consob. Innanzitutto per quanto riguarda l'ultimo dei sopra descritti profili (procedura di conversione in caso di fusione esente da OPA) deve notarsi che tale previsione, in quanto non implica l'effettuazione di un'OPA non costituisce una misura anti *take-over* e, infatti, l'art. 104 del TUF trova applicazione nell'ipotesi in esame esclusivamente in quanto l'autonomia statutaria dispone in tal senso.

Per quanto riguarda gli ulteriori aspetti sollevati (assemblea competente e necessità dell'assemblea speciale) si ritiene che si tratti di questioni strettamente di diritto societario, sulla cui soluzione la Consob non è chiamata dall'ordinamento a pronunciarsi. .

p. IL PRESIDENTE
Paolo di Benedetto