

Comunicazione n. DEM/2061581 del 16-9-2002

inviata allo studio legale ...

Oggetto: [...società X ...] - [...banca A ...] - [...banca B ...] - Applicabilità dell'art. 121 del D.Lgs. n. 58/98 concernente la disciplina delle partecipazioni reciproche

1. Si fa riferimento alla nota inviata da codesto Studio Legale in data ..., con la quale è stato rappresentato quanto segue.

In data ..., è stato stipulato tra la [...società X ...] e alcune primarie banche, tra le quali [...banca A ...] e [...banca B ...] un accordo complessivo, denominato "Accordo Quadro", a sostegno del piano strategico ed industriale della società.

Detto accordo prevede, tra l'altro, l'impegno delle Banche interessate ad erogare immediatamente alla [...società X ...] un finanziamento triennale di ..., e a garantire la sottoscrizione di un eventuale aumento di capitale della società medesima da deliberare ai sensi dell'art. 2441, comma 7, del codice civile e quindi da offrire in opzione agli azionisti: nel caso di non integrale sottoscrizione da parte di questi ultimi dell'aumento in parola, potrebbero pertanto residuare alle suddette Banche partecipazioni in [...società X ...].

Tale circostanza potrebbe comportare, secondo quanto emerge dalla citata nota, l'applicabilità della disciplina prevista dall'art. 121 del D.Lgs. n. 58/98 ("TUF") in materia di partecipazioni reciproche, a cagione dei rapporti intercorrenti, da una parte, tra [...società X ...] e [...banca A ...]; dall'altra, tra la [...società Y ...], controllante la [...società X ...] tramite la [...società Z ...] e società da questa controllate, il [...banca B ...] e la stessa [...società X ...]. In particolare:

- la prima situazione ([...società X ...]-[...banca A...]) rileverebbe ai sensi dell'art. 121, comma 1, del TUF (cosiddetto incrocio "diretto" o "indiretto"), ove si dispone che "*Fuori dai casi previsti dall'articolo 2359-bis del codice civile, in caso di partecipazioni reciproche eccedenti i limiti indicati nell'articolo 120, commi 2 e 3, la società che ha superato il limite successivamente non può esercitare il diritto di voto inerente alle azioni o quote eccedenti e deve alienarle entro dodici mesi dalla data in cui ha superato il limite...*", in quanto [...società X ...] possiede indirettamente il ... [*superiore al 2%*] del capitale sociale di [...banca A ...] e quest'ultima, in esito all'operazione di aumento sopra descritta, potrebbe arrivare a detenere una partecipazione in [...società X ...] superiore al limite del 2%;
- la seconda fattispecie ([...società Y ...]/[...società Z ...]- [...banca B...]) potrebbe rientrare nella disposizione di cui al comma 3 del citato art. 121 (cosiddetto incrocio "triangolare" o "di gruppo"), ai sensi del quale "*Se un soggetto detiene una partecipazione superiore al due per cento del capitale in una società con azioni quotate, questa o il soggetto che la controlla non possono acquisire una partecipazione superiore a tale limite in una società con azioni quotate controllata dal primo. In caso di inosservanza, il diritto di voto inerente alle azioni eccedenti il limite indicato è sospeso...*", considerando che:
 - a) la [...società Y ...], tramite la [...società Z ...] e società controllate da quest'ultima, controlla di fatto la [...società X ...] con una partecipazione indiretta pari a [...omissis ...];
 - b) la stessa [...società Y ...], sempre tramite la [...società Z ...] e società da questa controllate, possiede inoltre una partecipazione indiretta in [...banca B ...] pari a circa il ... [*superiore al 2%*] del capitale votante [...omissis ...];
 - c) il [...banca B ...], infine, detiene nella [...società X...] una partecipazione diretta ed indiretta pari a circa il ... [*superiore al 2%*] del capitale votante [...omissis ...].

Alla luce del disposto del citato art. 121, può dirsi che, nella prima situazione, il soggetto colpito dalla sospensione del voto e dall'obbligo di alienazione sarebbe [...banca A ...] per la

partecipazione che potrebbe essere acquisita nella [...società X...] in esito all'aumento di capitale di prossima esecuzione; nella seconda fattispecie, la società colpita dalla sospensione del voto è il [...banca B...], che già detiene direttamente ed indirettamente una partecipazione superiore al 2% nella [...società X...] e che potrebbe incrementarla ulteriormente a seguito dell'aumento medesimo.

In relazione ad entrambe le ipotesi di incrocio sopra descritte, nella nota del ... è stata rappresentata l'intenzione delle società interessate ([...banca B...], [...banca A...] e [...società X...]) di avvalersi della facoltà prevista dall'art. 121, comma 2, del TUF, a norma del quale "Il limite del due per cento richiamato nel comma 1 è elevato al cinque per cento a condizione che il superamento del due per cento da parte di entrambe le società abbia luogo a seguito di un accordo preventivamente autorizzato dall'assemblea ordinaria delle società interessate".

Tale intenzione è stata altresì manifestata nell'accordo parasociale concluso tra [...società Z...] e [...banca B...] [...omissis...], il cui estratto è stato pubblicato - ai sensi dell'art. 122 del TUF - [...omissis...], nel quale è stato tra l'altro precisato che la disponibilità del [...banca B...] a partecipare all'operazione volta a ridurre l'indebitamento finanziario di [...società X...] presuppone la completa disponibilità del voto nelle assemblee della stessa anche dopo l'eventuale conversione di crediti prevista nell'Accordo Quadro e che in relazione a ciò, pertanto, sarà cura dell' [...società Z...] "fare quanto necessario" per evitare in futuro l'applicabilità dell'art. 121 del TUF esaminando, a tal fine, anche "l'ipotesi di proporre alle assemblee di tutte le società interessate di autorizzare l'elevazione delle soglie dal 2% al 5%".

Con riferimento alla possibilità di applicare il citato art. 121, comma 2, del TUF, alle ipotesi di partecipazioni reciproche "di gruppo" di cui al terzo comma della norma medesima, è infine pervenuto alla Consob, con nota del 1° agosto 2002, un parere *pro-veritate* predisposto per il [...società B...].

Nel citato parere, la questione interpretativa è affrontata avuto riguardo sia alla fattispecie di incrocio triangolare che si già è venuta a creare tra la [...società Y...]/[...società Z...], la [...società X...] e il [...banca B...] in virtù delle partecipazioni attualmente detenute da detti soggetti, sia tenendo conto della possibilità che - in esito all'effettuazione della descritta operazione di aumento di capitale da parte della stessa [...società X...] - la partecipazione detenuta in quest'ultima dal [...banca B...] si accresca ulteriormente. In particolare, nel parere di che trattasi si rileva che "ad oggi" il [...banca B...], "che ha acquistato" per secondo, "non può esercitare il diritto di voto sulle azioni [...società X...] eccedenti la soglia del due per cento".

2. Per quanto riguarda il possibile verificarsi di un incrocio tra [...banca A...] e [...società X...], si ritiene che il limite previsto dalla legge potrà essere elevato dal 2% al 5% previo accordo preventivamente autorizzato dall'assemblea ordinaria delle società interessate, così come dispone l'art. 121, comma 2, del TUF.

Si fa presente inoltre che, sulla base di quanto in precedenza ritenuto da questa Commissione nella Comunicazione n. DEM/DCL/62434 dell'11 agosto 2000, si potrà procedere alla suddetta elevazione a prescindere dal fatto che la [...società X...] già possiede indirettamente in [...banca A...] una partecipazione superiore al 2% ([...omissis...]), in quanto l'effettiva realizzazione dell'incrocio si verificherà soltanto a seguito dell'eventuale superamento del limite da parte di [...banca A...] medesima.

Si rammenta, peraltro, così come precisato nella citata Comunicazione, che ai fini della conclusione dell'accordo e della relativa autorizzazione assembleare non dovrà essere trascurata, da una parte, la possibile applicazione della disciplina civilistica del conflitto di interessi del socio; dall'altra, la necessità che l'accordo in questione indichi gli elementi essenziali dell'operazione societaria nel cui contesto le partecipazioni reciproche saranno inserite.

3 . Con riferimento all'incrocio triangolare insorto tra la [...società Y...]/[...società Z...], la

[...società X...] e il [...banca B...], questa Commissione ha valutato le osservazioni formulate nel citato parere *pro veritate* in merito alla possibilità, per le assemblee di [...società X...] e [...banca B...], di conferire legittimamente autorizzazione ai rispettivi consigli di amministrazione, ex art. 121, comma 2, del TUF, affinché venga stipulato un accordo che, nel contesto dell'operazione di finanziamento sopra descritta, elevi dal 2% fino ad un massimo del 5%, il limite della partecipazione reciproca "triangolare" tra le suddette società.

Più specificamente, ai fini di rispondere a tale quesito, nel parere in esame si affrontano le seguenti questioni:

- a) "se, in via generale e preliminare, la norma di cui all'art. 121, secondo comma del TUF sia analogicamente applicabile anche alle ipotesi di partecipazioni incrociate c.d. "triangolari";
- b) "se, in caso di soluzione positiva", nell'operazione di che trattasi l'applicazione del citato art. 121, comma 2, sarebbe preclusa qualora il [...banca B...] "continuasse a detenere, alla data di approvazione dell'autorizzazione da parte delle assemblee, una partecipazione in [...società X...] superiore al 2%". Tale ulteriore problema implica, a sua volta, la possibilità che l'accordo e l'autorizzazione assembleare di elevazione della soglia intervengano dopo che tutte le società coinvolte nell'incrocio abbiano acquisito una partecipazione superiore al 2%.

4. Con riferimento alla questione sub a), nel parere si rammenta - preliminarmente - che la prevalente dottrina ritiene, essenzialmente sulla base di due argomentazioni, che l'art. 121, comma 2, del TUF, sia inapplicabile agli incroci triangolari.

Da una parte, tale dottrina richiama l'osservazione storico-letterale del contenuto della norma anche alla luce della sua evoluzione rispetto al progetto Draghi: l'originario art. 145 di tale progetto disciplinava, difatti, rispettivamente al primo e secondo comma, le partecipazioni reciproche "dirette" e quelle "triangolari; coerentemente, la possibilità di elevare la soglia del due per cento era espressamente riferita ai "*limiti indicati nel 1° e 2° comma*", e quindi ad entrambe le fattispecie di incrocio in parola. In sede di conversione, però, la formulazione letterale della disposizione è stata sostituita con quella dell'attuale art. 121, comma 2, ove il riferimento è esclusivamente al "*limite del due per cento richiamato nel comma 1*", attualmente dedicato esclusivamente agli incroci "diretti".

In secondo luogo, i commentatori evidenziano la difficoltà di individuare, nel caso degli incroci di gruppo, le assemblee competenti a deliberare l'autorizzazione degli "accordi in deroga".

La prima argomentazione, secondo quanto rilevato nel parere, è di "scarsissimo rilievo", in quanto alle modifiche apportate ad un decreto legislativo nel corso delle successive stesure non può certo attribuirsi una valenza simile a quella dei cosiddetti "lavori preparatori", che riguardano l'*iter* di approvazione di una legge, per sua natura documentato dai verbali della discussione parlamentare, "sicché se ne può desumere la volontà concreta del legislatore e le ragioni delle modifiche introdotte".

Ciò posto, si manifesta il convincimento di poter applicare in via analogica la possibilità di elevazione di cui al comma 2 dell'art. 121 anche alla fattispecie di incrocio di gruppo, così da garantire un'interpretazione complessiva della disciplina in materia di partecipazioni reciproche tale da assicurare un "trattamento equilibrato e coerente" delle diverse ipotesi di incrocio.

Al riguardo, nel parere si osserva in particolare che:

- non vi è dubbio che la fattispecie di partecipazione reciproca di gruppo sia connotata da un minor "disvalore" rispetto a quella diretta, in quanto non si riscontra nell'incrocio triangolare il pericolo di "annacquamento" del capitale caratterizzante l'incrocio diretto, ma solo quello di possibile "inquinamento del voto" assembleare: tale circostanza emerge con chiarezza anche dal relativo sistema sanzionatorio che nell'incrocio triangolare prevede esclusivamente, nel caso di superamento della soglia "critica", la sospensione del diritto di

voto per l'eccedenza e non - come per gli incroci di cui al comma 1 dell'art. 121 - l'obbligo di alienazione: non vi è ragione, pertanto, di trattare in modo più "rigoroso", quanto alla possibilità di elevazione del limite del 2%, l'incrocio di gruppo rispetto a quello diretto;

- considerato il carattere fortemente limitativo dell'autonomia privata proprio della disciplina in esame, è doveroso evitare interpretazioni che, anche superando l'argomento letterale, comportino disparità di trattamento tra situazioni omogenee o comunque caratterizzate da una minore "pericolosità";
- non può obiettarsi alla conclusione in discorso sulla base di una presunta impossibilità di applicare in via analogica l'art. 121, comma 2, del TUF, a sua volta norma derogativa rispetto al comma 1, in quanto è proprio quest'ultima ad essere eccezionale rispetto al principio generale di autonomia privata.

Sempre nel parere si osserva, inoltre, che la legittimità delle predette argomentazioni risulta confermata dagli orientamenti manifestati dalla Commissione nelle Comunicazioni riguardanti l'art. 121 del TUF (cfr. Comunicazione n. DIS/99022925 del 25 marzo 1999; Comunicazione n. DIS/99075915 del 18 ottobre 1999; Comunicazione n. DEM/DCL/62434 dell'11 agosto 2000), ove, ancorché pronunciandosi su questioni diverse rispetto a quella in esame, la Consob ha sempre privilegiato, con motivazioni analoghe a quelle evidenziate, un'interpretazione "liberale" della disciplina *de qua*.

Con riferimento alla seconda argomentazione, inerente la difficoltà di individuazione delle assemblee competenti ad autorizzare l'accordo nei casi di incroci triangolari, nel parere si sottolinea, essenzialmente, che i dubbi avanzati dalla dottrina riguardano soprattutto la circostanza che negli incroci triangolari potrebbe non esserci coincidenza tra le società quotate coinvolte ed i soggetti ai quali sembrerebbero spettare le decisioni sull'innalzamento della soglia al 5%, ovvero coloro che controllano le società quotate medesime, anche in considerazione del fatto che i soggetti controllanti potrebbero essere delle persone fisiche o degli enti diversi da società di capitali.

Sul punto viene rilevato, da un lato, che le società chiamate a rilasciare l'autorizzazione in parola possono essere individuate nelle quotate emittenti i titoli oggetto degli acquisti, in quanto sono quest'ultime le società i cui interessi sono tutelati e rispetto alle quali si pone un problema di eventuale inquinamento del voto assembleare; dall'altro, che non in tutte le fattispecie di incrocio triangolare ricorre la rilevata "dicotomia" tra società quotate le cui azioni sono acquisite e "soggetti protagonisti dell'accordo".

Esempio di fattispecie "lineare" è proprio, continua il parere, quella in esame: solo una delle partecipazioni oggetto dell'incrocio è infatti detenuta dal controllante la quotata (e cioè quella che la [...società Y...] detiene indirettamente nella [...società X...]), mentre l'altra è il frutto di un acquisto diretto (quello del [...banca B...] nella stessa [...società X...]). Inoltre, l'operazione che potrebbe comportare l'incremento della partecipazione di [...banca B...] in [...società X...] scaturisce da un accordo tra questi ultimi, ossia tra le due società le cui partecipazioni formano oggetto di incrocio. In tale ipotesi, pertanto, "l'accordo in deroga potrebbe intervenire direttamente ... fra le due società, dovendo essere disciplinato il solo acquisto di azioni [...società X...] da parte di [...bancaB...]".

In sintesi, il legislatore avrebbe optato per l'attuale formulazione della norma proprio al fine di evitare l'introduzione di una disciplina minuziosa volta a prevedere tutte le possibili fattispecie, non precludendo, peraltro, l'interpretazione analogica "e lasciando all'interprete, caso per caso, il compito di risolvere la questione delle assemblee competenti".

5. Con riferimento alla questione sub a) sopra illustrata, questa Commissione ritiene che la conclusione rappresentata nel parere non sia condivisibile e che, pertanto, la possibilità di elevazione della soglia di reciprocità mediante accordo preventivamente autorizzato dalle

assemblee ordinarie delle società interessate, prevista dall'art. 121, comma 2, del TUF, debba considerarsi applicabile esclusivamente alle fattispecie di incrocio "diretto" di cui al comma 1 della medesima disposizione e non a quelle di partecipazioni reciproche triangolari" di cui al comma 3.

Quanto sopra pur constatando - come sottolineato anche nel suddetto parere - che tale differenza di disciplina tra gli incroci diretti e gli incroci "di gruppo" non trova giustificazione, soprattutto avuto riguardo alla *ratio* sottesa alle previsioni in esame: escludendo la possibilità di elevazione della soglia nelle ipotesi di partecipazione reciproca triangolare si perviene, infatti, alla singolare conseguenza di applicare, in tale circostanza, una disciplina più rigorosa proprio alla fattispecie di incrocio ritenuta meno "pericolosa" dal legislatore, tanto da essere sanzionata con minor rigore.

Ciò nonostante si ritiene che, alla luce delle considerazioni di seguito rappresentate, tale disomogeneità di disciplina non possa essere "sanata" mediante un intervento interpretativo che estenda in via analogica la previsione che consente l'elevazione della soglia mediante accordo alla fattispecie di cui all'art. 121, comma 3, del TUF.

Rileva, preliminarmente, l'inequivoca formulazione letterale della norma in parola e la collocazione "topografica" delle diverse previsioni: come visto, infatti, l'art. 121 disciplina in due commi successivi, rispettivamente, la fattispecie "caratteristica" di incrocio "diretto" (comma 1) e la possibile deroga al limite del 2% mediante lo "strumento" dell'accordo autorizzato (comma 2), introducendo poi in un successivo comma 3, distinto a tutti gli effetti dalle disposizioni precedenti, l'ipotesi dell'incrocio triangolare.

In altri termini, il comma 2 dell'art. 121 prevede espressamente che possa essere elevato "*il limite del due per cento richiamato nel comma 1*", ma non quello richiamato nel comma 3 e la norma che autorizza la deroga è posta subito dopo le regole per le relazioni di reciprocità diretta ma prima delle disposizioni riguardanti gli incroci tra gruppi, che non richiamano e non fanno alcun riferimento alla norma derogatrice: sembra evidente, pertanto, che il significato immediato delle previsioni illustrate porti a ritenere applicabile l'accordo in deroga alle sole ipotesi di partecipazioni reciproche dirette.

Quanto al riferimento alle Comunicazioni, citate nel parere, con le quali la Consob è in precedenza intervenuta interpretando l'art. 121 del TUF estensivamente, va evidenziato che le questioni ivi trattate si riferivano a fattispecie in cui il testo della disposizione, in ragione di un'oggettiva equivocità, si prestava a differenti letture: nel caso di specie, al contrario, la chiara formulazione della legge porta ad escludere tale incertezza. Al riguardo può osservarsi che, come noto, l'interpretazione "estensiva" di una norma, con la quale ci si limita ad individuare tutte le ipotesi disciplinate dalla norma medesima che solo apparentemente ne sono estranee a causa della non espressa menzione, è procedimento interpretativo diverso da quello dell'analogia, con il quale si ricomprendono in una previsione casi non contemplati dalla stessa, sulla base della somiglianza delle fattispecie e dell'identità di *ratio*.

La ricostruzione qui prospettata trova un'ulteriore riprova nel secondo argomento menzionato nel parere, relativo alla difficoltà - nel caso di partecipazioni triangolari - di individuare quali sarebbero, caso per caso, le "società interessate" le cui assemblee dovrebbero deliberare l'autorizzazione all'accordo relativo all'elevazione del limite.

Ciò in quanto soggetti "coinvolti" o comunque "interessati" nelle fattispecie di incrocio triangolare sono indubbiamente non solo le società quotate i cui titoli vengono acquisiti, ma anche i soggetti controllanti queste ultime, cui in ultima analisi potrebbero ricondursi le decisioni di acquisto.

Si rileva, al riguardo, che per garantire la corretta applicabilità del meccanismo dell'accordo assembleare anche alle ipotesi di partecipazioni reciproche di gruppo, l'interprete non potrebbe

limitarsi ad interpretare analogicamente la norma in parola, ma dovrebbe comunque autonomamente definire le modalità con cui adattare alle peculiarità di questo tipo di incrocio la previsione dettata per le reciproche dirette.

In altri termini, l'assenza del riferimento all'accordo in deroga nell'ambito della disciplina degli incroci triangolari potrebbe addirittura far ritenere che l'inapplicabilità a questi ultimi della possibilità di elevazione sia in qualche modo voluta dal legislatore; ciò proprio in quanto una diversa volontà avrebbe comportato la necessità di scrivere la norma identificando un criterio univoco e certo per individuare - negli incroci di gruppo - i soggetti chiamati a deliberare l'autorizzazione all'accordo.

Al riguardo non appare persuasivo quanto affermato nel parere, ove dapprima si ipotizza la possibilità di individuare le "società interessate" esclusivamente nelle quotate emittenti i titoli oggetto degli acquisti, ma di seguito, con riferimento al problema pratico sollevato da una eventuale "dicotomia" tra queste ultime e i soggetti "protagonisti" dell'accordo, si pone l'accento soprattutto sulla constatazione che tale problema non si pone in tutti le ipotesi di partecipazioni reciproche triangolari e, soprattutto, non si pone nel caso in esame.

A ben vedere quanto rappresentato, pur offrendo una ragionevole soluzione per il caso concreto, non fornisce una risposta definitiva al problema generale sopra accennato: in altri termini, se è vero che nell'incrocio in esame ricorrono delle particolarità tali da rendere più agevole l'individuazione dei soggetti eventualmente chiamati ad autorizzare l'accordo in deroga, resta fermo che manca, nella norma in parola, un criterio generale che consenta di individuare univocamente le società interessate in tutte le fattispecie di partecipazioni reciproche di gruppo.

Si pensi, ad esempio, al caso in cui non vi sia alcun acquisto diretto da parte delle società quotate, ma l'incrocio sia esclusivamente la conseguenza di acquisti effettuati da soggetti controllanti le quotate medesime: in tali ipotesi, se si ritenesse che le società chiamate a deliberare l'autorizzazione siano esclusivamente le quotate, si avrebbe la conseguenza di rimettere la decisione in parola a soggetti diversi da quelli che pongono in essere gli acquisti e concludono l'accordo per l'elevazione del limite; di contro, ove si ritenesse di coinvolgere anche detti controllanti, si potrebbe rischiare la disapplicazione della norma nelle ipotesi in cui questi ultimi siano, ad esempio, persone fisiche ovvero enti diversi da società di capitali.

Si precisa, infine, che l'interpretazione condivisa da questa Commissione trova un'ulteriore conferma nel cambiamento di formulazione riscontrato tra le diverse versioni del testo: a tale riguardo, pur concordando sull'osservazione, evidenziata nel parere, relativa alla minore valenza da attribuire alle diverse stesure di un decreto legislativo rispetto a quella propria dei lavori preparatori di una legge, non si può peraltro ignorare che la modifica introdotta nel caso di specie, unitamente all'analisi del dettato letterale della disposizione in parola, costituisce un indice significativo e non trascurabile della scelta di disciplina operata nella materia *de qua*.

6. La questione sub b) viene trattata nel parere con riferimento a due aspetti: se sia possibile - nell'incrocio diretto ex art. 121, comma 1, del TUF - che l'accordo in deroga per l'elevazione del limite intervenga dopo che entrambe le società interessate abbiano superato la soglia del due per cento; se l'eventuale soluzione positiva sia applicabile alle fattispecie di incrocio triangolare, con specifico riguardo al caso in esame.

In merito al primo aspetto nel parere in questione si rileva che, a fronte di un orientamento unanime della dottrina tendente ad escludere che l'accordo in deroga possa intervenire, con efficacia "sanante", rispetto a situazioni in cui gli acquisti superiori al 2% si sono già verificati da entrambi i lati, non si ravvisa un'esplicita motivazione di tale conclusione, se non nell'affermazione secondo cui "la *ratio* consiste nell'evitare che la assemblea della seconda società si trovi di fronte al fatto compiuto e così all'inquinamento rappresentato non già dal voto (che è sterilizzato) della prima società, quanto al rischio, in caso di mancata approvazione, di dover entro l'anno, ai sensi dell'art. 121, comma 1 T.U., smobilizzare magari con minusvalenze un investimento (la partecipazione

eccedente il 2% nella prima società) già effettuato".

Secondo quanto rappresentato nel parere, la questione va affrontata avuto riguardo alla "natura" dell'approvazione assembleare, qualificata dalla legge quale "autorizzazione": si fa riferimento, in particolare, alla disciplina in materia di azioni proprie nella quale "l'autorizzazione assembleare ha la funzione di rimuovere un limite all'esercizio di una facoltà cui gli amministratori sono già titolari", con la conseguenza che "il difetto di autorizzazione possa essere sanato" ... "successivamente, in via di ratifica assembleare dell'operato degli amministratori".

Analoga soluzione varrebbe anche per l'"autorizzazione" prevista dall'art. 121, comma 2, del TUF: in particolare, il riferimento testuale ivi contenuto alla "preventiva" autorizzazione dell'accordo in deroga rispetto al superamento del 2%, implicherebbe semplicemente che l'accordo preventivo impedisca in radice l'applicazione delle sanzioni, laddove l'accordo successivo lasci impregiudicata l'applicazione delle stesse fino alla data di "ratifica"; da ciò conseguirebbe la sospensione del diritto di voto sino a tale data di ratifica e, in caso di mancato intervento di quest'ultima entro l'anno, l'obbligo di cedere la partecipazione eccedente.

Le conclusioni suindicate possono essere riferite, si legge nel parere, anche alle ipotesi di incrocio triangolare ove oltretutto - come detto - non si applica l'obbligo di alienazione della partecipazione *ultra limen* ma soltanto la sterilizzazione del diritto di voto.

Poste tali premesse, con riferimento all'operazione concreta esaminata si avrebbe, da una parte, un nuovo (potenziale) acquisto di azioni [...società X...] da parte del [...banca B...] quale conseguenza possibile dell'aumento di capitale di prossima esecuzione, acquisto rispetto al quale l'autorizzazione assembleare sarebbe senz'altro preventiva; dall'altra, una situazione attuale in cui la partecipazione del [...banca B...] in [...società X...] è già superiore al 2%.

L'autorizzazione che dovrebbe essere conferita dalle assemblee interessate pertanto, secondo quanto evidenziato nel parere, potrebbe riguardare in linea di principio sia la partecipazione già acquisita eccedente la soglia del 2%, sia l'eventuale ulteriore partecipazione assunta in esito all'operazione di finanziamento, con l'effetto di consentire al [...banca B...] medesimo - dopo il rilascio di detta autorizzazione - l'esercizio del diritto di voto sull'intera partecipazione oggi detenuta.

7. In merito alla sopra descritta questione sub b), relativa alla interpretazione dell'art. 121, comma 2, del TUF, lì dove prevede che l'elevazione della soglia di reciprocità segua ad un "accordo preventivamente autorizzato dall'assemblea ordinaria delle società interessate", questa Commissione ritiene che, contrariamente a quanto affermato nel parere, condizione per detta elevazione sia che l'accordo e l'autorizzazione assembleare intervengano in ogni caso prima che l'incrocio si sia realizzato.

Depone a favore di tale interpretazione non soltanto la formulazione letterale della norma, ma anche la *ratio* sottesa alla stessa, così come unanimemente sottolineato dalla dottrina.

Quanto all'analisi testuale della disposizione, si osserva che la formulazione dell'art. 121, comma 2, del TUF, è diversa da quella, richiamata nel parere, utilizzata dall'art. 2357 del codice civile in materia di acquisto di azioni proprie. Si rileva infatti, a prescindere dalla effettiva possibilità di istituire un esatto parallelismo tra le due discipline, che mentre nella norma codicistica si richiede semplicemente che l'acquisto in questione sia "autorizzato dall'assemblea", il citato art. 121, comma 2, allude espressamente ad un'autorizzazione da conferire "preventivamente" al superamento delle soglie di rilevanza.

Con riferimento alla *ratio* della previsione *de qua*, si evidenzia che la stessa non appare identificabile soltanto nella necessità di "scongiorare il rischio che, in caso di mancata approvazione, la società che ha superato il limite successivamente si veda costretta a smobilizzare un cospicuo investimento in partecipazioni già effettuato", ma anche - come sottolineato dalla

dottrina - nella "duplice esigenza di rendere più difficile l'utilizzo di partecipazioni reciproche per alleanze non trasparenti nella gestione delle società ... e di rimettere ai soci la valutazione dell'incidenza dell'accordo sugli assetti proprietari della società cui partecipano". In buona sostanza, l'indicazione della sequenza temporale in esame nell'art. 121, comma 2, è evidentemente preordinata, nelle intenzioni del legislatore, ad evitare che, nel momento in cui l'accordo viene discusso ed eventualmente approvato in assemblea, al voto prendano parte le società che si trovano in posizione di partecipazione reciproca, con il rischio di condizionare il risultato della deliberazione in senso ad esse favorevole.

Va infine evidenziato che anche chi, come ricordato nel parere, esprime un'opinione in linea di principio favorevole a considerare l'accordo e l'autorizzazione successivamente intervenuti come legittimanti il superamento del limite del due per cento, previo adempimento dell'obbligo di alienazione ed eventuale successiva effettuazione di nuovi acquisti, rileva che tale conclusione, in astratto suscettibile di apparire come un eccessivo ed inopportuno irrigidimento dell'*iter* procedimentale, risponde "ad una sua propria logica: quella di prevenire facili elusioni di un regime normativo ispirato al concetto secondo cui è il «momento stesso dell'acquisto» a dover essere circondato da una serie di cautele, poste a tutela di quegli interessi che il testo unico ha comunque inteso privilegiare".

8. Posto che non appare dubbio, alla luce dei rilievi sopra evidenziati e del giudizio unanime della dottrina, che nel caso di incrocio diretto l'autorizzazione e l'accordo per l'elevazione della soglia debbano intervenire al più tardi prima del secondo acquisto che determina l'incrocio, si osserva che quanto rappresentato nel parere con riferimento alla possibilità di configurare un'"autorizzazione successiva" anche nelle ipotesi di incroci triangolari potrebbe, al contrario, indurre a ritenere ulteriormente confermata la tesi della inapplicabilità, a detti incroci, dell'art. 121, comma 2, del TUF.

Tenuto conto, infatti, che quale conseguenza dell'incrocio triangolare non è previsto, come per l'incrocio diretto, l'obbligo di alienazione dell'eccedenza ma soltanto la sospensione del relativo diritto di voto, si potrebbe ritenere che - nel caso di partecipazione reciproca di gruppo - l'autorizzazione che dovesse intervenire dopo il verificarsi dell'incrocio non si configurerebbe tanto come una "ratifica" dell'acquisto, quanto come una autorizzazione all'esercizio del voto, appunto sospeso a seguito del superamento della soglia indicata dalla legge.

In altri termini, la circostanza che la legge non richieda, in esito all'incrocio triangolare, l'obbligo di dismettere le azioni acquisite in più rispetto alla soglia di rilevanza, potrebbe suggerire che la necessaria "anteriorità" della autorizzazione e dell'accordo relativi all'elevazione vadano riferiti non al mero atto negoziale quanto all'esercizio del voto da parte della società interessata.

In buona sostanza, accedendo alla tesi avanzata nel parere, si dovrebbe ipotizzare l'esistenza di due discipline diverse per le fattispecie di partecipazioni reciproche dirette e triangolari, ove nel primo caso l'accordo e l'autorizzazione per l'elevazione, del limite di reciprocità dovrebbero necessariamente intervenire prima del secondo acquisto, a pena dell'insorgere dell'obbligo di alienazione della partecipazione eccedente detto limite; nella seconda ipotesi, invece, tale autorizzazione dovrebbe essere intesa non tanto come preventiva rispetto all'acquisto e al conseguente verificarsi dell'incrocio, quanto come preventiva all'esercizio del voto per le azioni eccedenti la soglia critica.

A tale risultato si dovrebbe pervenire, ancora una volta, sulla base di un'interpretazione indubbiamente complessa e articolata del disposto delle previsioni in esame in assenza, oltretutto, di un riferimento esplicito desumibile dalle norme.

Ciò dimostra ulteriormente, ad opinione di questa Commissione, che l'estensione in via analogica della previsione concernente l'accordo "in deroga" anche alle ipotesi di partecipazione reciproca di gruppo, sebbene giustificata da esigenze di uniformità della disciplina, non appare consentita in virtù degli elementi testuali e sistematici che emergono dalla analisi della norma: per

garantire l'effettiva applicabilità della disciplina medesima, infatti, l'interprete dovrebbe interpretare le disposizioni in parola in modo da consentirne l'adattamento alle diverse fattispecie concrete di volta in volta riscontrate.

IL PRESIDENTE
Luigi Spaventa