CONSOB

Comunicazione n. DEM/9083469 del 23-9-2009

inviata alla *[…società A…]*

OGGETTO: **Quesito in ordine all'applicabilità dell'art. 121, comma 1, TUF in relazione ad un'operazione di aumento di capitale ed emissione di *[…obbligazioni convertibili e convertende XY…]***

In data …, è pervenuta via fax una nota, con la quale *[…società A…]* ha chiesto di conoscere il parere della Consob in merito all'applicabilità della disciplina contenuta nell'art. 121 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 ("Tuf"), in relazione ad un'operazione che comporta tra l'altro l'acquisto di una partecipazione eccedente il 2% del capitale di *[…società B…]* (che detiene una partecipazione pari al 8,688% in *[…società A…]*).

In particolare è stato richiesto il parere della Consob in merito all'applicabilità della disposizione, prevista dal primo comma dell'art. 121 Tuf, che, in caso di partecipazioni reciproche, impone alla società che ha superato il limite del 2% successivamente di alienare la partecipazione eccedente tale percentuale entro dodici mesi dalla data in cui tale limite è stato superato.

Con successive note del …, …, … e …, *[…società A…]* ha fornito ulteriori dettagli relativi all'operazione che ha generato il superamento della soglia del 2% del capitale di *[…società B…]*, nonché la documentazione contrattuale ad essa inerente.

1. Descrizione della fattispecie

Nell'ottica di un rafforzamento della base patrimoniale di *[…società B…]*, in data …, l'assemblea straordinaria della società ha approvato un aumento del capitale sociale a pagamento e in via scindibile per un controvalore complessivo pari a euro ….

Al fine di assicurare il buon esito dell'aumento di capitale *[…società A…]* ha garantito la sottoscrizione integrale delle azioni inoptate ponendo le nuove azioni *[…società B…]* al servizio di obbligazioni convertibili e convertende denominate *[…XY…]* per massimi complessivi Euro … con scadenza pari alla vita residua di *[…società B…]* da collocare presso investitori istituzionali ed emesse da un soggetto terzo individuato in *[…società C…]*.

A seguito del perfezionamento dell'aumento di capitale e dell'attivazione della garanzia di sottoscrizione *[…società A…]* ha acquisito una partecipazione pari al 6,671% del capitale di *[…società B…]* che è stata posta al servizio della conversione degli strumenti *[…XY…]* anch'essi integralmente sottoscritti con un versamento in contanti da investitori istituzionali, tra cui alcuni degli azionisti rilevanti *[…società B…]*, nonché la stessa *[…società A…]*.

I *[…XY…]* sono titoli obbligazionari convertibili, e convertendi, in azioni *[…società B…]* sulla base di un rapporto di cambio che valuta i titoli *[…società B…]* … Euro (pari al prezzo di sottoscrizione dell'aumento di capitale). La conversione in azioni può essere richiesta dai titolari dei … in qualsiasi momento decorsi 40 giorni dall'emissione dei bond. I *[…XY…]* sono automaticamente convertiti nel *[…scadenza pari alla vita residua società B…]* ed è inoltre prevista la conversione automatica dei *[…XY…]* in azioni *[…società B…]* nelle seguenti ipotesi:

- successivamente al settimo anno dall'emissione dei *[…XY…]* il prezzo di mercato del titolo *[…società B…]* superi per almeno 20 sedute, in un periodo di 30 giorni di borsa consecutivi, la quota di euro …;

- il coefficiente patrimoniale complessivo, individuale o consolidato, di *[…società B…]* scenda al di sotto del limite (…) individuato dalla Banca d'Italia nell'ambito della vigilanza prudenziale ovvero quest'ultima accerti con proprio provvedimento che tale evento possa verificarsi entro breve termine;

- *[…società B…]*, *[…società A…]* o *[…società C…]*: a) siano inadempienti ai loro obblighi nei confronti dei titolari dei *[…XY…]*; b) siano in stato di insolvenza; c) vengano liquidate;[1]

- Vi siano modifiche del regime fiscale o legislativo che rendano maggiormente onerosa l'operazione;

- vengano ritenute applicabili a *[…società A…]* le disposizioni di cui all'art. 121 Tuf e questa non sia in grado entro un anno di alienare la nuda proprietà delle azioni *[…società B…]* ovvero l'intera posizione di banca depositaria.

I rapporti tra *[…società B…]*, *[…società A…]*, *[…società C…]* ed i portatori dei *[…XY…]* sono regolati da una serie di accordi contrattuali che vengono di seguito sinteticamente descritti:

- *[…società C…]* ha sottoscritto con *[…società A…]* un contratto denominato … in base al quale *[…società C…]* ha trasferito i proventi della sottoscrizione dei *[…XY…]* a *[…società A…]* che li ha utilizzati per sottoscrivere l'aumento di capitale *[…società B…]*, mentre *[…società A…]* si è impegnata a trasferire a *[…società C…]* le somme che quest'ultima deve agli acquirenti dei *[…XY…]* a titolo di interesse e ad altro titolo ed a fornire le azioni *[…società B…]* nel caso in cui si verifichi un'ipotesi di conversione.

- In base ad un apposito accordo, sulle azioni sottoscritte da *[…società A…]* è stato costituito in favore di *[…società B…]* un diritto di usufrutto della durata massima prevista dalla legge per le persone giuridiche (anni 30); nel testo dell'accordo è precisato che, in analogia con quanto previsto dalla disciplina sulle azioni proprie (art. 2357-*ter*, comma 2, c.c.), vi sarà una sospensione del diritto di voto inerente a tali azioni e l'attribuzione dei dividendi (in proporzione) alle altre azioni *[…società B…]*; inoltre è esplicitamente prevista la sospensione degli altri diritti amministrativi inerenti alle azioni.

- Per quanto riguarda gli ulteriori diritti patrimoniali si prevede: a) con riferimento alle distribuzioni gratuite di azioni o altri strumenti che questi, pur spettando a *[…società A…]*, saranno sottoposti allo stesso regime previsto per le azioni al servizio dei *[…XY…]* e saranno attribuiti ai portatori dei *[…XY…]* all'atto della conversione; b) con riferimento ad operazioni che prevedano diritti di opzione sulle azioni al servizio dei *[…XY…]* che i portatori di questi ultimi siano informati e possano a loro richiesta vedersi attribuiti tali diritti; in caso di mancata richiesta *[…società A…]* non li eserciterà.

- Quale corrispettivo dell'usufrutto *[…società B…]*, solo nel caso in cui in presenza di utili risultanti dal bilancio consolidato distribuisca un dividendo in denaro, si è impegnata a corrispondere a *[…società A…]* un canone annuale da pagarsi in rate trimestrali pari a …. calcolato sul valore nominale dei *[…XY…]*[2]. Tale canone verrà poi trasferito da *[…società A…]*

[1] Tale ipotesi di conversione automatica necessita comunque di una richiesta da parte di uno o più titolari dei *[…XY…]* e si verifica solo con riferimento ai titolari che hanno sollecitato la procedura di conversione automatica.
[2] Gli importi relativi al pagamento della cedola saranno corrisposti nella misura in cui non eccedano l'importo degli utili netti dedotti i dividendi anche straordinari e l'ammontare delle cedole già corrisposte nell'anno di riferimento.

a *[…società C…]* (sulla base di un accordo di cessione del credito) ed utilizzato da questa per pagare una cedola di pari importo ai titolari dei *[…XY…]*[3].

- Ai sensi di un ulteriore contratto denominato ... tra *[…società B…]* e *[…società A…]*, questa inoltre riceverà (e trasferirà a *[…società C…]*) ulteriori somme nel caso in cui gli utili distribuiti da *[…società B…]*superino determinati livelli (8% del prezzo *[…società B…]* registrato nei 30 giorni antecedenti l'approvazione del bilancio). Inoltre sempre ai sensi di tale contratto, in caso di mancato rinnovo dell'usufrutto con *[…società B…]* al trentesimo anno, *[…società B…]* a fronte dell'obbligo di corrispondere la cedola e gli altri pagamenti a *[…società A…]* riceverà da questa l'importo dei dividendi netti spettanti alle azioni poste al servizio dei *[…XY…]*.

- L'usufrutto si estingue in occasione della conversione in azioni *[…società B…]* dei … con la piena acquisizione da parte dei titolari di tali strumenti dei diritti amministrativi e patrimoniali inerenti alle azioni *[…società B…]*.

- Quanto alla circolazione della quota di azioni *[…società B…]* detenuta in nuda proprietà da *[…società A…]*, si prevede: i) la costituzione in pegno dei titoli a favore dei portatori dei *[…XY…]*, a garanzia dell'obbligazione di provvedere alla consegna delle azioni in caso di richiesta di conversione; ii) la possibilità di cessione ad altro soggetto della nuda proprietà fermo restando il pegno sui titoli al servizio della conversione; iii) la possibilità di cessione dell'intera posizione di banca depositaria con obbligo del terzo acquirente di trasferire i flussi finanziari provenienti da *[…società B…]* ai portatori dei *[…XY…]*. In particolare le due predette ipotesi di cessione della nuda proprietà sono state messe in correlazione da *[…società A…]* con l'eventualità che risulti applicabile l'obbligo di rivendita previsto dall'art. 121 TUF.

- I pagamenti trimestrali di *[…società C…]* in favore dei portatori dei *[…XY…]* sono dovuti se ed in quanto *[…società B…]* corrisponda analoghi pagamenti sulla base del contratto di usufrutto e del …. Tali pagamenti risultano garantiti da contratti che prevedono la cessione da *[…società A…]* a *[…società C…]* dei crediti nascenti dal contratto di usufrutto e dal …. In particolare con riferimento alla cessione dei crediti derivanti dal contratto di usufrutto, questa è stata accettata da *[…società B…]* con la conseguenza che i pagamenti vengono effettuati direttamente a *[…società C…]*.

****

2. Considerazioni sull'applicabilità dell'art. 121 Tuf

Al fine di rispondere al quesito posto occorre valutare se, tenuto conto del particolare regime giuridico cui sono sottoposte le azioni *[…società B…]* attualmente detenute da *[…società A…]* e asservite all'emissione dei *[…XY…]*, queste debbano essere considerate ai fini del calcolo della soglia del 2%.

Il dato normativo da cui prendere avvio ai fini della soluzione del quesito posto, è la previsione recata dall'art. 121, comma 4, secondo la quale "*Per il calcolo delle partecipazioni si applicano i criteri stabiliti ai sensi dell'articolo 120, comma 4, lettera b*"; previsione che fa rinvio ai criteri dettati dalla Consob per il calcolo delle partecipazioni in funzione dell'applicazione della disciplina in materia di partecipazioni rilevanti di cui all'art. 120 del TUF. L'art. 120 comma 4, lett. b), del TUF, a sua volta, prevede espressamente che, nell'individuazione di tali criteri, la Consob abbia "*riguardo anche alle partecipazioni indirettamente detenute e alle ipotesi in cui il diritto di*

[3] Con riferimento all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2008, la cedola verrà comunque distribuita nonostante si preveda il pagamento del dividendo in nuove azioni *[…società B…]*

voto spetta o è attribuito a soggetto diverso dal socio". Ed in effetti l'art. 118 del Regolamento emittenti stabiliva alla data in cui è stato effettuato l'acquisto di *[…società A…]* che *"sono considerate partecipazioni le azioni delle quali un soggetto è titolare, anche se il diritto di voto spetta o è attribuito a terzi"*[4].

Tale formulazione implica - nel caso di usufrutto con attribuzione all'usufruttuario del diritto di voto - che il "nudo proprietario" sia tenuto, non diversamente dall'usufruttuario, al rispetto degli obblighi di *disclosure* (*ex* art. 120) relativi alla sua partecipazione.

Ciò posto occorre rilevare che dall'esame del complesso delle descritte pattuizioni contrattuali che regolano il regime giuridico delle azioni *[…società B…]* detenute da *[…società A…]* emergono alcune particolarità rispetto ad un'ipotesi tipica di nuda proprietà. In particolare si sottolineano le seguenti specificità.

- Il soggetto usufruttuario è nel caso di specie la stessa *[…società B…]* e, quindi, applicando analogicamente il disposto previsto dall'art. 2357-ter, comma 2, il diritto di voto inerente alle azioni risulta sospeso e non è esercitato da alcuno.

- I diritti patrimoniali che di norma spettano al nudo proprietario, quali ad esempio il diritto di opzione sulle azioni di nuova emissione o il diritto a ricevere distribuzioni in denaro od in titoli, sono stati contrattualmente ceduti da *[…società A…]* ai portatori dei *[…XY…]*; è inoltre contrattualmente sospeso l'esercizio dei diritti amministrativi diversi dal voto che spettano di norma anche al nudo proprietario (ad es. diritto di impugnare le delibere assembleari).

- Le azioni detenute da *[…società A…]* oltre ad essere date in usufrutto ad *[…società B…]* sono costituite in pegno a favore dei portatori dei *[…XY…]*, il che determina una forte limitazione della possibilità di disporne.

- Da un punto di vista economico *[…società A…]*, pur essendo intestataria delle azioni *[…società B…]* al servizio dei *[…XY…]*, assume nell'operazione un ruolo di mero tramite in quanto i fondi per sottoscrivere le azioni sono stati forniti da *[…società C…]* in qualità di emittente i *[…XY…]*. ed a questa vengono immediatamente dirottati i flussi finanziari che *[…società A…]* riceve in base al contratto di usufrutto ed al …. In sostanza *[…società A…]* non assume alcuna esposizione economica sui titoli *[…società B…]* in quanto riceve la provvista per il loro acquisto da *[…società C…]* a fronte dell'obbligazione di pagare i flussi cedolari che gli pervengono da *[…società B…]* e di rendere disponibili le azioni per la conversione. Inoltre *[…società A…]* è certa di detenere i titoli solo temporaneamente, in quanto, oltre ai casi ricordati di conversione facoltativa od obbligatoria dei *[…XY…]* nelle azioni *[…società B…]* al ricorrere di determinati eventi, tale conversione è assicurata alla scadenza del prestito (…).

Le peculiarità afferenti alla partecipazione di *[…società A…]* fanno emergere che la sua posizione non coincide, dal punto di vista dei diritti esercitabili, con quella tipica del nudo proprietario presa in considerazione dall'art. 121 TUF tramite il rinvio ai criteri stabiliti dall'art. 120 TUF.

In effetti, nel caso di specie le azioni detenute da *[…società A…]* sono sottoposte contestualmente a ben due vincoli che escludono l'esercitabilità del diritto di voto da parte del proprietario dei titoli (usufrutto e pegno); a tali vincoli si aggiungono la sospensione del diritto di voto (dovuta all'identità tra usufruttuario ed emittente) e pattuizioni contrattuali che riducono

[4] Il nuovo testo dell'art. 118 del regolamento emittenti prevede espressamente anche l'ipotesi della sospensione del diritto di voto.

sensibilmente i diritti esercitabili sulle azioni da parte di *[…società A…]* rispetto a quelli che le spetterebbero nella sua duplice veste di nudo proprietario e di debitore che ha costituito le azioni in pegno. Vi è, pertanto, una situazione "formale" di affievolimento dei diritti tipici del nudo proprietario. A tale situazione si affiancano, come emerge dalla descrizione dell'operazione fatta nel precedente paragrafo, l'assenza per *[…società A…]* di un "costo" sostenuto per l'acquisto dei titoli e una situazione sostanziale di indifferenza del socio *[…società A…]* rispetto all'andamento del titolo azionario il cui rischio è spostato sui portatori dei *[…XY…]*.

Il particolare regime della partecipazione detenuta da *[…società A…]* rende non immediata la sua riconduzione alla situazione di "titolarità" delle azioni, rilevante sia per l'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti sia per la disciplina sugli incroci. Muovendo da questa premessa si ritiene che l'esame circa la rilevanza della partecipazione in questione per la disciplina sugli incroci azionari dettata dall'art. 121 TUF vada condotto principalmente alla stregua della *ratio legis,* quale individuata dalla dottrina e dalla Consob nei propri precedenti orientamenti in materia.

In particolare la Consob già a partire dalla Comunicazione n. DIS 99022925 del 23 marzo 1999 (e poi nelle successive comunicazioni nn. DIS 99075915 del 18 ottobre 1999; DEM/3052317 del 6 agosto 2003), ha individuato, sulla scia delle considerazioni svolte dalla dottrina, la *ratio* dell'art. 121 TUF nella "*esigenza di limitare situazioni pregiudizievoli in termini di "inquinamento del voto assembleare" e di "annacquamento del capitale" che possono derivare dall'esistenza di partecipazioni reciproche dirette o di gruppo*" [5].

Con riferimento alla necessità sottesa all'istituto delle partecipazioni reciproche, di salvaguardare la "*corretta formazione della volontà assembleare*"[6], deve rilevarsi che nel caso di specie l'acquisto delle azioni *[…società B…]* da parte di *[…società A…]*, operato in conseguenza dell'operazione di aumento di capitale, non sarebbe in grado di incidere sui diritti di voto esercitabili nell'assemblea *[…società B…]*. Nel caso di specie, infatti, fintantoché perdura l'usufrutto in capo ad *[…società B…]*, non sussiste alcun soggetto che esercita il diritto di voto sulle azioni detenute da *[…società A…]* in quanto quest'ultima, attraverso l'usufrutto, ha ceduto i propri diritti di voto, mentre l'usufruttuario, trattandosi della stessa *[…società B…]*, non può esercitarli in virtù del disposto previsto dall'art. 2357-*ter* c.c..

Non essendo esercitabile il diritto di voto, né da parte del nudo proprietario, né da parte dell'usufruttuario, risulta in radice esclusa la possibilità, tipica di un usufrutto ordinario, che il nudo proprietario *[…società A…]* possa in qualche modo condizionare l'esercizio del diritto di voto, nel senso di pretendere che l'usufruttuario non attui comportamenti in grado di incidere sulla conservazione del valore economico della partecipazione sociale o comunque di danneggiare gli interessi del nudo proprietario[7]. Manca, pertanto, quella situazione di possibile influenza del proprietario sul voto, che costituisce la *ratio* dell'applicabilità della disciplina sulle partecipazioni reciproche anche al caso in cui il proprietario abbia ceduto a terzi il diritto di voto.

Non a caso, anche nella già citata Comunicazione del 2003 si sottolinea che le "*situazioni pregiudizievoli*" che la normativa vuole evitare "*ovviamente presuppongono la titolarità di dette partecipazioni e del diritto di voto ad esse connesso*" nonché "*la disponibilità delle relative partecipazioni*". Coerente con la situazione relativa al diritto di voto è del resto quella relativa gli

---

[5] Così la menzionata comunicazione del 2003. In altra comunicazione, la n.. DIS 99075915 del 18 ottobre 1999, lo scopo di evitare "l'inquinamento del voto" viene identificato nella necessità "*di circoscrivere fenomeni di espropriazione di fatto del potere assembleare da parte degli amministratori*", che viene ritenuta di maggior rilievo rispetto all'obiettivo di evitare il c.d. "*annacquamento del capitale sociale*".
[6] Così ancora la Comunicazione n. DEM/3052317 del 6 agosto 2003.
[7] In tal senso deporrebbe l'obbligo di diligenza nel godimento della cosa prescritto dall'art. 1001 c.c.

altri diritti amministrativi che, nel caso di specie sono sospesi o spettano, in ultima istanza, ai titolari dei *[…XY…]*.

Alla luce di quanto sopra si può pertanto affermare che l'acquisto operato da *[…società A…]* non è idoneo ad incidere sulla formazione della volontà e sui rapporti di forza interni all'assemblea *[…società B…]*.

Con riferimento all'ulteriore finalità di evitare il fenomeno del c.d. "annacquamento del capitale", fenomeno che è preso maggiormente in considerazione da altre norme in materia di formazione del capitale azionario (ad es. 2360 c.c. in tema di sottoscrizione reciproca di azioni) ma che viene a volte richiamato dalla dottrina anche con riferimento alle partecipazioni incrociate, deve rilevarsi che *[…società A…]* non ha effettuato alcun impiego di risorse per sottoscrivere le azioni *[…società B…]* avendo ricevuto i relativi importi da *[…società C…]* ed in ultima istanza dai sottoscrittori dei *[…XY…]* e non ha assunto alcun onere a fronte del finanziamento se non quello di ritrasferire i flussi finanziari che gli pervengono da *[…società B…]*.

In sostanza, la combinazione tra sottoscrizione dei *[…XY…]* e delle azioni, usufrutto e pegno, fa sì che *[…società A…]* non utilizzi in alcun modo fondi provenienti dal proprio patrimonio. Non vi è pertanto il rischio tipico del fenomeno dell'annacquamento del capitale, che una quota del patrimonio di una società venga utilizzata per acquistare o sottoscrivere azioni di un suo socio rilevante. Del resto, il senso economico dell'operazione complessiva, come approvata anche dall'autorità di vigilanza sulla stabilità delle banche (Banca d'Italia), è proprio quello opposto ad un annacquamento del capitale, vale a dire la ricapitalizzazione con effetto immediato di *[…società B…]*.

Inoltre, visto il particolare regime contrattuale cui sono sottoposte le azioni detenute da *[…società A…]* a servizio dei *[…XY…]* ed in applicazione dello IAS 39, *[…società A…]* prevede di non riportare tali azioni nell'attivo patrimoniale, e dunque le stesse non entreranno a far parte del patrimonio contabile.

Va, infine, ricordato che nella eventualità di una procedura liquidatoria di *[…società A…]* od *[…società B…]* opererebbe una causa di conversione automatica dei *[…XY…]* e pertanto le azioni *[…società B…]* uscirebbero definitivamente dalla titolarità di *[…società A…]*.

Ciò induce a ritenere che nel caso di specie non possano verificarsi effetti di annacquamento del capitale di *[…società A…]* e *[…società B…]*.

Tutto quanto sopra considerato si ritiene che, nel vigore degli accordi contrattuali sopra descritti ed in particolare della cessione di usufrutto a favore di *[…società B…]*, le azioni di tale banca detenute da *[…società A…]* e poste al servizio della conversione degli strumenti *[…XY…]* non debbano essere computate ai fini del raggiungimento della soglia del 2% prevista dall'art. 121 TUF.

Le sopra esposte considerazioni non sono peraltro estensibili alle azioni che risultano al servizio della conversione dei *[…XY…]* detenuti dalla stessa *[…società A…]*.

Con l'occasione si rappresenta, inoltre, che non emergono sostanziali profili di criticità in merito al trattamento contabile dell'operazione prospettato da *[…società A…]*.

IL PRESIDENTE
Lamberto Cardia