



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

QUADERNI
DI
FINANZA

DOCUMENTI

LAVORI PREPARATORI PER IL
TESTO UNICO DELLA FINANZA

DIRITTO SOCIETARIO

N. 29 - AGOSTO 1998

I *Quaderni di Finanza* hanno lo scopo di promuovere la diffusione dell'informazione e della riflessione economica sui temi relativi ai mercati mobiliari ed alla loro regolamentazione.

Nella collana «Studi e Ricerche» vengono pubblicati i lavori di ricerca prodotti o promossi dalla Consob; nella collana «Documenti» trovano spazio gli interventi istituzionali e gli atti di convegni.

Comitato di Redazione: Marcello Bianchi, Carmine Di Noia, Alfredo Macchiati, Giovanni Siciliano.

Segreteria di Redazione: Eugenia Della Libera e Francesca Tempestini.

Nel corso del 1997, gli Uffici della Consob hanno svolto una intensa attività propositiva a supporto dei lavori di redazione del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.

La Commissione ha così fornito un sostanziale contributo alla definitiva adozione delle disposizioni contenute nel decreto legislativo 58/98, che costituirà il quadro di riferimento normativo primario per lo svolgimento delle attività di intermediazione finanziaria in Italia.

Le proposte della Consob sono state enucleate sulla base di alcuni lavori preparatori, che si ritiene opportuno rendere noti attraverso la pubblicazione nella collana «Documenti» dei *Quaderni di Finanza*. Il primo volume (rif. QdF n. 28 - giugno 1998) ha affrontato alcune problematiche di vigilanza in materia di servizi e strumenti di impiego del risparmio. Il secondo analizza alcuni temi in materia di diritto societario.

La pubblicazione di questi lavori si pone quale contributo ad un processo regolamentare che, avendo quale riferimento il Testo unico, non può dirsi con esso esaurito, ma richiederà un continuo impegno di affinamento e adattamento all'evoluzione dei mercati, dei soggetti e degli strumenti del mercato finanziario.

LAVORI PREPARATORI PER IL TESTO UNICO DELLA FINANZA

DIRITTO SOCIETARIO^(*)

SINTESI

I documenti contenuti nel presente quaderno riguardano alcuni dei principali temi discussi nella fase preparatoria del Testo unico della finanza con riferimento alla disciplina degli emittenti. Il lavoro introduttivo sull'ambito della delega illustra lo scenario nel quale è stata realizzata la riforma operata dal Testo unico; seguono temi classici del diritto societario - i patti parasociali, i gruppi, le deleghe di voto - e questioni intermedie tra diritto societario e diritto del mercato mobiliare - i prospetti informativi per le offerte pubbliche e per la quotazione.

In tutti i lavori è tenuta presente la necessità di inquadrare le scelte normative nel contesto del mercato finanziario internazionale. Emerge inoltre il convincimento che l'intervento del legislatore potrà realizzare le innovazioni di cui hanno bisogno il mercato e le società quotate o aperte al pubblico risparmio, solo se concorrono scelte coerenti delle autorità di vigilanza, anche a livello di normativa secondaria. Parimenti, ai fini di una piena efficacia del nuovo contesto normativo, si sottolinea la rilevanza del contributo che potrà pervenire dagli operatori con la formazione di una comune sensibilità verso i valori della trasparenza e della correttezza nei comportamenti di mercato.

In molti tra i lavori presentati, e in particolare in quello sull'ambito della delega, è segnalata anche la necessità di un intervento più complessivo di riforma del diritto societario che contribuisca a realizzare una efficace tutela degli investitori in tutte le società che fanno appello al pubblico risparmio e contemporaneamente risponda alle esigenze di semplificazione delle società personali o familiari.

() Il presente volume raccoglie contributi di Maria Teresa Balzano, Marcello Bianchi, Giuseppe Cannizzaro, Francesca Fiore, Marco Fumagalli, Paola Paterna, Salvatore Providenti, Roberto Rizzi, Paolo M. Salimei e Silvia Ulissi, della Consob.*

I lavori sono stati conclusi nel dicembre 1997.

INDICE

L'AMBITO DELLA DELEGA ALLA PREDISPOSIZIONE DEL TESTO UNICO DELLA FINANZA	Pag.	9
I. PREMESSA	»	9
II. ESTENSIONE DELLA DELEGA	»	10
LA SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO E IL PROSPETTO DI AMMISSIONE A QUOTAZIONE	»	18
I. PREMESSA	»	18
II. LA DIRETTIVA COMUNITARIA	»	18
III. LE ESPERIENZE ESTERE	»	20
IV. LA NUOVA DIMENSIONE DELLA SOLLECITAZIONE	»	23
V. IL PROSPETTO DI AMMISSIONE A QUOTAZIONE	»	25
VI. CONCLUSIONI	»	25
IPATTI PARASOCIALI	»	28
I. L'ART. 21, COMMA 4, DELLA LEGGE 6 FEBBRAIO 1996, N. 52	»	28
II. LEGITTIMITÀ E VALIDITÀ DEI PATTI PARASOCIALI	»	29
III. COMPATIBILITÀ DEI PATTI PARASOCIALI CON IL DIRITTO DELLE SOCIETÀ PER AZIONI QUOTATE IN BORSA	»	30
IV. LA DURATA DEI PATTI PARASOCIALI	»	32
V. LA PUBBLICITÀ DEI PATTI PARASOCIALI	»	34
VI. LE SANZIONI PER L'INADEMPIMENTO DEGLI OBBLIGHI PUBBLICITARI ...	»	36
LA DISCIPLINA DEI RAPPORTI DI GRUPPO	»	39
I. PREMESSA	»	39
II. LA DIREZIONE UNITARIA ED IL FENOMENO DEL GRUPPO	»	39
III. I PRESUPPOSTI DI UN INTERVENTO NELL'AMBITO DEL TESTO UNICO ...	»	43
IV. CONTENUTI DI MASSIMA DELLE NUOVE NORME	»	43
V. LA RESPONSABILITÀ DEGLI AMMINISTRATORI DELLA CONTROLLANTE ...	»	46

IPOTESI DI DISCIPLINA DELLE DELEGHE DI VOTO	»	50
I. PREMESSA	»	50
II. DISCIPLINA VIGENTE E ALTRE PROPOSTE DI RIFORMA	»	51
III. IPOTESI DI DISCIPLINA DELLE DELEGHE DI VOTO DA INSERIRE NEL TESTO UNICO DELLA FINANZA	»	53

L'AMBITO DELLA DELEGA ALLA PREDISPOSIZIONE DEL TESTO UNICO DELLA FINANZA^(*)

I. PREMESSA

La predisposizione di un Testo unico della finanza, nei limiti consentiti dall'ampiezza della delega al Governo contenuta nella legge 52/96, su cui si riferisce oltre, fornisce l'occasione per un riordino dell'intera disciplina del mercato mobiliare.

A tale proposito, la Consob, alla luce dell'esperienza acquisita e degli specifici approfondimenti condotti avendo presente anche la regolamentazione adottata in altri paesi, ha maturato la convinzione della necessità di alcuni interventi di riforma in ordine ai quali sono state elaborate proposte di modifica dell'attuale assetto normativo.

In particolare, sono stati definiti orientamenti in merito ad una riforma del controllo contabile e del controllo sull'operato degli amministratori di Spa, che realizzi una netta distinzione tra le funzioni delle società di revisione e del collegio sindacale, oltre a meglio definire i rapporti tra questi ultimi e gli organi di amministrazione; ciò non soltanto con riguardo alla singola società ma anche con riguardo al gruppo a cui la stessa appartiene.

Avanzato è poi lo stato di elaborazione delle linee portanti di una disciplina della raccolta delle deleghe di voto, che abbia tra l'altro lo scopo di pervenire ad un accrescimento della possibilità degli azionisti diversi da quello di controllo di incidere sulle decisioni societarie. A tale riguardo dovrà altresì procedersi ad una valutazione delle prove applicative fornite dagli strumenti introdotti nelle società privatizzate (voto per corrispondenza, voto di lista) al fine di decidere sull'opportunità di una loro estensione generalizzata.

Inoltre, la normativa degli altri paesi europei in tema di partecipazioni rilevanti e di partecipazioni reciproche, meno stringente della vigente disciplina italiana, induce a ritenere opportuna la revisione di quest'ultima.

L'applicazione della vigente normativa in materia di offerte pubbliche di acquisto ha altresì evidenziato la necessità di procedere ad una revisione della stessa, che ha portato alla predisposizione da parte della Commissione di un'autonoma proposta di modifica della disciplina dell'Opa obbligatoria e delle regole procedurali applicabili a tutte le offerte pubbliche di acquisto e scambio.

(*) di Giuseppe Cannizzaro, Salvatore Providenti e Roberto Rizzi.

Non più procrastinabile è poi l'esigenza di pervenire ad una razionalizzazione delle disposizioni in materia di offerte pubbliche e sollecitazione del pubblico risparmio, oggi contenute in provvedimenti legislativi diversi e tra loro non sempre coerenti, al fine di disporre di un corpus normativo omogeneo e funzionale alle effettive esigenze di tutela del risparmio. In tale sede potrà fra l'altro procedersi all'opportuno coordinamento fra la nozione di valore mobiliare e quella di strumento finanziario contenuta nel D.Lgs. 415/96.

Risulta, poi, necessaria la rivisitazione del sistema sanzionatorio, al fine di realizzare una ragionevole corrispondenza tra gravità della violazione ed entità della sanzione, anche mediante interventi di depenalizzazione, che consentano una maggiore tempestività dell'azione di repressione.

Da ultimo, ove non sussistano riserve di legge o esigenze tali da imporre un intervento legislativo, appare condivisibile, anche con riguardo a circoscritti profili della disciplina del mercato mobiliare, l'utilizzo dello strumento della delegificazione in modo da garantire flessibilità di intervento rispetto alla mutevole realtà del mercato.

II. ESTENSIONE DELLA DELEGA

L'adozione di provvedimenti legislativi, in ottemperanza alle deleghe contenute nella legge 6 febbraio 1996, n. 52 (*Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee - legge comunitaria 1994*) presenta aspetti problematici per la cui soluzione sembra opportuno definire, preliminarmente e in modo più chiaro rispetto a quanto emerge dal testo delle norme, l'estensione del potere delegato.

In particolare, la legge appena citata ha attribuito al Governo (art. 1, comma 1) la delega ad emanare, entro il termine di un anno dalla data della sua entrata in vigore, decreti legislativi recanti le norme occorrenti per dare attuazione alle direttive comunitarie. Il termine per l'esercizio del potere delegato è ridotto a 120 giorni dall'art. 21, comma 2, con riguardo alle materia degli intermediari e dei mercati regolamentati. L'art. 8 ha disposto che entro due anni dalla data di entrata in vigore della legge, vengano emanati testi unici delle "disposizioni dettate in attuazione della delega prevista dall'art. 1, coordinandovi le norme vigenti nelle stesse materie ed apportando alle medesime le integrazioni e modificazioni necessarie al predetto coordinamento".

L'art. 21, poi, prevede che, "in sede di riordinamento normativo delle materie concernenti gli intermediari, i mercati finanziari e mobiliari e gli altri aspetti comunque connessi, cui si provvederà ai sensi dell'art. 8, le sanzioni amministrative e penali potranno essere coordinate con quelle già vigenti in materia bancaria e creditizia per violazioni che siano omogenee e di pari offensività" (comma 3). Nel medesimo articolo (comma 4) è altresì previsto che, in occasione del riassetto

normativo appena menzionato, "potrà essere modificata la disciplina relativa alle società emittenti titoli negoziati sui mercati regolamentati, con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle minoranze, ai sindacati di voto e ai rapporti di gruppo, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza".

Al fine di pervenire ad una prima, sommaria, individuazione dell'estensione della delega legislativa, strumentali appaiono alcune precisazioni in ordine alla portata precettiva delle norme appena citate. Attraverso una analisi sistematica di queste e in particolare del comma 3 dell'art. 21, infatti, è possibile configurare due diverse opzioni interpretative che condizionano in modo rilevante il contenuto degli emanandi provvedimenti. Minori problemi interpretativi, ma di analoga rilevanza per altri versi, si pongono, invece, per l'inquadramento del successivo comma 4.

II.1 ART. 21, COMMA 3

La prima delle accennate ricostruzioni si fonda sulla valorizzazione del rapporto di dipendenza tra il disposto dell'art. 8 rispetto a quello dell'art. 1 e sulla conseguente natura accessoria dell'art. 21, comma 3.

Quanto al primo aspetto, sotto un profilo meramente lessicale, l'art. 8 sembra circoscrivere il riordinamento normativo alle (sole) materie per le quali è stata disposta, dall'art. 1, l'attuazione delle direttive comunitarie. Quella disposizione, infatti, disponendo in modo espresso che il Governo è delegato ad emanare "Testi unici delle disposizioni dettate in attuazione della delega prevista dall'art. 1" implicitamente configura quest'ultima come norma generale di definizione dell'ambito di intervento del legislatore delegato. In forza di quel rinvio di carattere recettizio, pertanto, l'oggetto dei provvedimenti da emanare ai sensi dell'art. 8 sembra connesso alle materie coinvolte dall'attuazione delle direttive comprese nell'*allegato A* della legge: gli ordinamenti sezionali interessati dall'attuazione di tali direttive rappresentano, cioè, il limite esterno all'attività di riordinamento normativo.

Tale ricostruzione pare trovare conferma, oltre che nel rinvio formale appena evidenziato, anche sulla base di una considerazione di carattere sistematico: entrambe le norme trovano collocazione nel Titolo concernente le "Disposizioni generali sui procedimenti per l'adempimento degli obblighi comunitari", per cui sarebbe difficile giustificare per le due norme un campo di intervento non omogeneo e comunque non totalmente sovrapponibile. A sostegno della soluzione proposta, poi, vi è un ulteriore argomento di carattere testuale. La rubrica dell'art. 8 facendo espresso riferimento al "riordinamento normativo nelle materie interessate dalle direttive comunitarie", avvalorata l'interpretazione, qui accolta, della natura affatto autonoma della norma medesima.

Tale assunto condiziona necessariamente anche la definizione della portata precettiva del comma 3 dell'art. 21. L'ambito applicativo di questa norma, infatti, deve essere esplicitato attraverso il coordinamento delle previsioni in essa contenute con il disposto dell'art. 8. Tale necessità deriva, in particolare, dalla previsione secondo la quale al riordinamento normativo dovrà provvedersi proprio "ai sensi dell'art. 8". Ulteriore sintomo dell'accessorietà del comma 3 dell'art. 21 è rinvenibile nel fatto che tale norma è inserita nella parte della legge relativa ai criteri speciali di delega legislativa (rubrica del *Titolo II* della legge). Una simile collocazione evidenzia come l'estensione del contenuto dell'emanando Testo unico debba essere quella definita nel *Titolo I*, laddove nel *Titolo II* è operata una mera specificazione, *ratione materiae*, della portata di quello.

Nella ricostruzione che qui si va delineando, quindi, all'art. 21, comma 3, non può essere riconosciuta alcuna autonoma forza precettiva. Quest'ultima, essendo una caratteristica di pertinenza esclusiva dell'art. 8 in combinato disposto con l'art. 1, relega le norme contenute nell'art. 21 in posizione ancillare rispetto a quelle da ultimo menzionate.

L'evidenziata natura accessoria del comma 3 dell'art. 21 impone, in primo luogo, di disconoscere portata innovativa alla formula "riordinamento normativo delle materie concernenti gli intermediari, i mercati finanziari e mobiliari e gli altri aspetti comunque connessi". Dovendo necessariamente definirsi il contenuto della disposizione in esame attraverso gli enunciati di cui all'art. 8 e, nel contempo, sussistendo la necessità di ancorare quest'ultimo alle previsioni dell'art. 1, è conseguenziale attribuire alla formula utilizzata nel comma 3 dell'art. 21 il significato di "materie interessate dalle direttive comunitarie" nel senso sopra chiarito. Pertanto, solo in questo circoscritto ambito potrà avvenire il riordinamento delle sanzioni amministrative e penali.

In secondo luogo, la natura accessoria della norma in esame si riverbera anche sul tipo di intervento che, nell'ambito appena evidenziato, potrà essere effettuato. La seconda parte del comma 1 dell'art. 8 legittima, infatti, l'adozione di testi unici solo in funzione di mero coordinamento delle norme: in quei provvedimenti è cioè possibile coordinare le norme vigenti nelle materie interessate dalle direttive comunitarie, apportando alle medesime le integrazioni e modificazioni necessarie al predetto coordinamento.

Pertanto, nelle materie definite nel modo suddetto, con riguardo alle sanzioni amministrative e penali, l'intervento legislativo potrà riguardare solo il coordinamento con quelle già comminate da leggi vigenti in materia bancaria e creditizia per violazioni che siano omogenee e di pari offensività. Esclusivamente a tal fine potranno altresì essere apportate (le "necessarie") integrazioni e modificazioni.

A sintesi della ricostruzione qui operata può, dunque, affermarsi che l'estensione della delega per l'emanazione del Testo unico risulta condizionata dalla necessità di sussumere il contenuto del comma 3 dell'art. 21 nella fattispecie delineata dal combinato disposto dell'art. 8 con l'art. 1.

Ad una diversa conclusione circa l'ambito della delega può pervenirsi attribuendo rilievo all'indicazione operata dall'art. 21 delle materie che costituiscono oggetto del riordinamento normativo, individuate sia dal comma 3 sia dal comma 4 di tale articolo nelle "materie concernenti gli intermediari, i mercati finanziari e mobiliari e gli altri aspetti comunque connessi".

Tale indicazione appare più ampia di quella ricavabile dall'art. 8, che fa riferimento a "norme vigenti nelle stesse materie" delle disposizioni dettate in attuazione della delega prevista dall'art. 1 della stessa legge 52/96.

Infatti, la materia oggetto della delega di cui all'art. 1 alla quale risultano applicabili gli ulteriori principi e criteri direttivi di cui all'art. 21 della legge, è da identificare nell'oggetto delle direttive comunitarie 93/6 e 93/22, vale a dire i servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari e l'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento mobiliare e degli enti creditizi (a cui soltanto fa riferimento la rubrica dell'articolo), nonché, per esplicita previsione dell'art. 21, comma 1, lett. q, in linea su tale punto con la direttiva 93/22, l'istituzione, l'organizzazione e il funzionamento dei mercati regolamentati.

L'indicazione di materie di cui all'art. 21, comma 3, ribadita dal comma 4, non sembra limitarsi a tener conto di quanto ricavabile dal combinato disposto fra art. 8 e art. 1, in quanto fa riferimento, oltre che agli intermediari, ai "mercati finanziari e mobiliari" e agli "altri aspetti comunque connessi".

La dizione "mercati finanziari e mobiliari" appare più ampia di "istituzione, organizzazione e funzionamento dei mercati regolamentati", potendosi ricomprendere nella prima anche la disciplina di ogni operazione che abbia ad oggetto strumenti finanziari o valori mobiliari destinati alla circolazione sul mercato, intendendosi per tale, in mancanza di ulteriore qualificazione, ogni occasione di commercializzazione di tali prodotti. Rientrerebbe pertanto nell'ambito del coordinamento la disciplina di ogni attività genericamente rivolta ai, o compiuta nei, mercati finanziari o mobiliari, come, ad esempio, quella in materia di offerte pubbliche o di repressione dell'*insider trading*, nonché dei soggetti, diversi dagli intermediari, che le pongono in essere, come, ad esempio gli emittenti, i loro azionisti, i loro amministratori. Inoltre, il riferimento agli "altri aspetti comunque connessi" non avrebbe alcun senso se dovesse ritenersi relativo a materie già ricomprese nell'ambito delle direttive comunitarie recepite ai sensi degli artt. 1 e 21, commi 1 e 2.

Tale maggiore ampiezza può fare ritenere che con la disposizione in parola non si sia semplicemente inteso dettare criteri direttivi in ordine agli interventi da compiere sulle sanzioni, ma estendere la portata della delega di cui all'art. 8, comma 1, dalle "stesse materie" ivi indicate ad un ambito più ampio.

Una ricostruzione in tal senso darebbe fra l'altro valore alla prima parte dell'art. 21, comma 3, che in caso contrario apparirebbe come una inutile ripetizione. Infatti, nel precisare che "si provvederà" al riordinamento normativo ai sensi dell'articolo 8, la norma in questione non avrebbe inteso ribadire inutilmente la disposizione già contenuta nell'art. 8, comma 1 ("il Governo è delegato ad emanare entro due anni ... testi unici") ma bensì integrare tale disposizione con un'estensione delle materie oggetto di coordinamento. Il successivo riferimento alle sanzioni avrebbe, secondo tale ricostruzione, soltanto la funzione di specifico criterio direttivo relativo ad una parte dell'ambito di intervento autonomamente delimitato dalla prima parte dell'art. 21, comma 3.

La riferita ricostruzione avrebbe fra l'altro il pregio di attribuire un effettivo valore aggiunto all'intervento normativo di coordinamento. Infatti, prescindendo dal comma 4, ove tale intervento fosse limitato alle sole materie degli intermediari e dell'istituzione, organizzazione e funzionamento dei mercati regolamentati, l'integrazione rispetto a quanto già contenuto nel D.Lgs. 415/96 sarebbe, anche con riferimento alle sanzioni, estremamente limitata.

L'estensione dell'ambito d'intervento rispetto a quanto previsto in via generale dall'art. 8 sarebbe pertanto necessitata dalla particolarità del settore del mercato finanziario e mobiliare e dalla inevitabile contiguità con la normativa degli intermediari di discipline dettate in attuazione di direttive diverse da quelle recepite in forza della legge 52/96 (come, ad esempio, le direttive 79/279, 80/390, 88/627, 89/298) o al di fuori di specifiche disposizioni comunitarie (come, ad esempio, la disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto).

Rimane peraltro fermo che, come chiaramente disposto dallo stesso art. 21, comma 3, l'intervento di riordinamento sul più vasto ambito indicato, dovrà essere compiuto ai sensi dell'art. 8 e pertanto al solo fine del coordinamento delle norme vigenti, "apportando alle medesime le integrazioni e modificazioni necessarie al predetto coordinamento" e non eventuali ulteriori innovazioni.

In sede di sintesi finale, l'esposta ricostruzione interpretativa dell'art. 21, comma 3, della legge 52/96 consentirebbe di coordinare fra loro, apportando le opportune integrazioni e modifiche, le diverse disposizioni di legge concernenti "gli intermediari, il mercato mobiliare e finanziario e gli altri aspetti comunque connessi", e pertanto sia le norme emanate in attuazione delle direttive recepite con D.Lgs. 415/96, sia le norme precedentemente emanate in attuazione di altre direttive o comunque vigenti concernenti operazioni tipiche dei mercati finanziari e mobiliari, soggetti operanti negli stessi, prodotti ivi negoziati, emittenti tali prodotti ed ogni altro aspetto connesso.

In tal modo potrebbe effettivamente parlarsi di un Testo unico della finanza.

II.2 ART. 21, COMMA 4

Anche il contenuto della delega di cui all'art. 21, comma 4, richiede un approfondimento interpretativo, relativo sia ai poteri di intervento che la delega attribuisce sia all'estensione oggettiva e soggettiva della stessa.

Con riguardo ai primi, il comma 4 non limita l'intervento sulle "società emittenti titoli sui mercati regolamentati" al coordinamento con le altre materie ma esplicitamente ipotizza modifiche che vadano oltre tale obiettivo, per le quali indica ulteriori criteri direttivi consistenti nel rafforzamento della tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza.

L'intervento operato in forza del comma 4 è pertanto diverso da quello effettuato ai sensi dell'art. 8, con riguardo non solo all'ambito applicativo ma anche alle finalità perseguite, che in tal caso non sono di puro coordinamento ma di vera e propria innovazione legislativa.

Con riferimento all'estensione oggettiva della delega è utilizzata, accanto alla individuazione delle materie da sottoporre a riordinamento normativo, anche l'indicazione di specifici settori di intervento (collegio sindacale, poteri delle minoranze, sindacati di voto, rapporti di gruppo). Questi ulteriori elementi della disposizione sono destinati a svolgere più che una funzione di ulteriore delimitazione dell'intervento del legislatore delegato, una elevazione su un piano di necessaria rilevanza all'interno del riordinamento normativo da realizzare. Gli istituti menzionati in tale norma, pertanto, dovranno necessariamente costituire oggetto di revisione in sede di esercizio del potere delegato. Non ne costituiscono, invece, l'oggetto esclusivo, né, probabilmente, la loro trattazione potrà ritenersi esaustiva del programma di revisione. Ciò, peraltro, è reso palese, sotto il profilo lessicale, dal fatto che il Governo è delegato ad emanare norme "con particolare riferimento" a quegli istituti.

E' inoltre da valutare se possano rientrare nell'ambito di intervento non solo le norme disciplinanti la vita interna e gli assetti di governo delle società emittenti, a cui fanno riferimento gli esempi presenti nella norma, ma tutte le norme comunque attinenti alle stesse società.

In proposito, l'uso della dizione "disciplina relativa alle società emittenti" potrebbe far propendere, indipendentemente dagli esempi, per una estensione dell'ambito della delega a regole attinenti gli emittenti titoli su mercati regolamentati, anche se non direttamente il sistema di governo societario, come la disciplina degli acquisti di partecipazione rilevanti, delle offerte pubbliche e soprattutto dell'Opa obbligatoria, dell'*insider trading* e dei connessi obblighi informativi, dell'informazione societaria e contabile, delle società di revisione e della certificazione dei bilanci.

In sintesi, in base a quanto finora detto, l'art. 21, comma 4, consentirebbe, in occasione del coordinamento della disciplina delle società emittenti titoli su mercati regolamentati con la restante disciplina in materia di mercato mobiliare, di modificare, al fine di tutelare il risparmio e gli azionisti

di minoranza, la disciplina relativa a tali emittenti, con riferimento innanzitutto all'organizzazione e al governo societario dell'emittente stesso e del gruppo, ma anche agli obblighi cui l'emittente è sottoposto e agli obblighi cui sono sottoposti nei confronti dell'emittente, del mercato e degli azionisti, i soggetti che vi partecipano o vi svolgono funzioni di gestione o controllo.

L'aspetto maggiormente problematico che emerge dalla norma in esame è rappresentato, invece, dalla limitazione della categoria soggettiva la cui disciplina potrà essere modificata. Nella delega di cui al comma 4, infatti, l'intero processo di revisione legislativa, ancorché estremamente ampio sotto il profilo degli istituti emendabili, risulta, invece, sul piano dei destinatari della riforma, limitato alle "società emittenti titoli negoziati sui mercati regolamentati". Tale previsione pone, quindi, un limite difficilmente superabile in sede di esercizio del potere di delega ove si volessero emanare provvedimenti diretti a disciplinare aspetti non connessi alla categoria soggettiva espressamente considerata.

La inequivoca formulazione della disposizione induce quindi ad escludere che, per gli aspetti afferenti ad analoghi profili di diritto comune (non concernenti, cioè, società emittenti titoli negoziati su mercati regolamentati), siano possibili interventi in sede di redazione del Testo unico, eccezion fatta per quelli operati a fine di coordinamento a norma del comma 3 dell'art. 21.

Al di là dei positivi riflessi in ordine alla trasparenza dell'attività, ad una maggiore garanzia di correttezza degli operatori ed una maggiore tutela per gli investitori, occorre evidenziare che la settorializzazione dell'intervento disposta dal comma 4 dell'art. 21 - ove realizzata senza adottare le cautele di seguito esposte - potrebbe addirittura risultare inidonea a perseguire il fondamentale obiettivo della tutela del risparmio.

Tale eventualità risulta ancor più evidente ove si consideri che le modifiche normative realizzabili col Testo unico potrebbero generare un effetto opposto rispetto all'obiettivo della incentivazione dei mercati finanziari e della canalizzazione in tal senso delle preferenze degli operatori.

Partendo dall'assunto che con riguardo alle società con titoli negoziati nei mercati regolamentati, necessariamente (per espressa disposizione della delega legislativa), i provvedimenti emanandi andranno a rafforzare la tutela del risparmio, non può escludersi che, in presenza di una disciplina di diritto comune meno vincolante per gli emittenti valori mobiliari, questi ultimi potrebbero essere indotti a non adire i mercati regolamentati proprio per non sottostare ai maggiori obblighi derivanti dalla disciplina speciale.

E' verosimile, infatti, che un eccessivo imbrigliamento dell'attività di tali soggetti, attraverso l'imposizione di ulteriori obblighi o della procedimentalizzazione di determinati adempimenti, ancorché motivato e giustificato da molteplici valide esigenze, costituisca un disincentivo all'accesso ai mercati regolamentati.

Tali effetti indesiderati potrebbero avere causa soprattutto nella accentuazione delle asimmetrie tra obblighi cui sono tenute le società quotate ed obblighi, invece, facenti capo alle società non quotate che fanno appello al pubblico risparmio. Gli effetti negativi che una simile asimmetria può generare sono connessi soprattutto al fatto che l'accesso al risparmio pubblico non è necessariamente condizionato all'assunzione della qualità di società con titoli negoziati sui mercati regolamentati. L'apertura all'apporto di capitale esterno non è, cioè, condizionata alla qualificazione dell'imprenditore come "società con titoli negoziati su mercati regolamentati".

Risultando intuitivo, inoltre, che l'assoggettamento volontario ad un regime normativo è guidato prevalentemente da ragioni di convenienza, l'invariata possibilità di accedere al risparmio diffuso può far propendere in favore di quello statuto societario meno gravoso.

Considerazioni di tal genere inducono a ritenere che il riordino normativo da realizzare attraverso il Testo unico debba svolgersi parallelamente ad una riforma del diritto comune. In questa diversa sede, il riordino normativo potrebbe, anche valorizzando la distinzione contenuta nella Relazione al codice civile tra società a responsabilità limitata e società per azioni, enucleare un tipo societario caratterizzato prevalentemente dalla caratteristica di fare appello al pubblico risparmio.

Una simile soluzione consentirebbe di elaborare una disciplina omogenea per le società che fanno appello al pubblico risparmio che, quindi, si configurerebbe come disciplina di carattere generale. Rispetto a quest'ultima, il complesso di norme che si riferiscono alle società con titoli negoziati sui mercati regolamentati si porrebbe in rapporto di specialità. Al di fuori della menzionata disciplina di genere, per definizione, si porrebbero, invece, le società che non ricorrono al pubblico risparmio.

LA SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO E PROSPETTO DI AMMISSIONE A QUOTAZIONE^(*)

I. PREMESSA

Le competenze in materia di sollecitazione del pubblico risparmio costituiscono una funzione tipica delle Autorità di vigilanza del mercato. Il momento della sollecitazione o dell'appello al pubblico risparmio è infatti unanimemente riconosciuto quale momento principe per la protezione del pubblico risparmio.

Le tendenze in atto nell'economia ed il cambiamento auspicabile nel sistema tributario a favore del ricorso al capitale di rischio dovrebbero contribuire ad esaltare ulteriormente il fenomeno e quindi rendere ancora più importante assicurare l'efficacia degli strumenti predisposti per la tutela dei risparmiatori.

Gli interventi della Consob in materia di sollecitazione del pubblico risparmio, che costituiscono un aspetto essenziale del ruolo affidato alla Consob nell'ambito della tutela del pubblico risparmio, si sostanziano principalmente nella funzione repressiva della sollecitazione abusiva e nella funzione autorizzatoria, nonché regolamentare ed interpretativa, svolta in occasione della pubblicazione del prospetto informativo. Detti interventi hanno l'obiettivo di garantire la messa a disposizione degli investitori di tutte le informazioni necessarie per effettuare consapevoli scelte d'investimento e la conformità dello svolgimento dell'offerta stessa rispetto alle regole stabilite.

II. LA DIRETTIVA COMUNITARIA

L'importanza del prospetto informativo ai fini della tutela degli investitori attuali e potenziali viene riconosciuta anche dalla direttiva CEE 89/298 concernente il coordinamento delle condizioni di redazione controllo e diffusione del prospetto informativo da pubblicare per l'offerta pubblica di valori mobiliari.

Nel sesto considerando della direttiva si afferma infatti che la politica comunitaria dell'informazione sui valori mobiliari esige che, allorché vengono offerti per la prima volta al pubblico valori mobiliari in uno stato membro, deve essere disponibile per gli investitori un prospetto concernente le informazioni riguardanti le caratteristiche dei valori mobiliari offerti e i loro emittenti,

(*) *Par. III di Marcello Bianchi; par. I, II, IV e V di Silvia Ulissi.*

in modo da permettere agli investitori di dare un giudizio fondato sul patrimonio, sulla situazione finanziaria, sui risultati e sulle prospettive degli emittenti, nonché sui diritti connessi a detti valori mobiliari.

Quanto ai controlli sul prospetto tale direttiva, pur non prescrivendo espressamente l'obbligo di sottoporre il prospetto stesso ad un esame preventivo, di fatto consente di non prevedere un controllo in sede preventiva solo per le offerte di titoli non destinati alla quotazione, effettuate esclusivamente in un singolo mercato domestico.

Tale possibilità viene meno ogniqualvolta si intenda effettuare un'offerta su mercati di più stati membri. In tal caso, infatti, il principio del riconoscimento reciproco stabilito dall'art. 21 della direttiva impone che il prospetto da utilizzare debba essere redatto in conformità alla direttiva 80/390 e preventivamente sottoposto al controllo di un'Autorità competente.

L'assenza di un obbligo relativo al controllo preventivo dei prospetti informativi relativi ad offerte pubbliche di valori mobiliari non destinati alla quotazione non può pertanto ritenersi un principio di carattere generale della direttiva stessa, ma piuttosto una soluzione di compromesso raggiunta tra i paesi membri. Non tutti infatti prevedevano per l'effettuazione di un'offerta pubblica la preventiva messa a disposizione di un prospetto informativo né il controllo preliminare dello stesso.

Tale circostanza viene espressamente richiamata nel secondo e quarto considerando della direttiva 80/390 concernente il prospetto di ammissione a quotazione (intervenuta ben nove anni prima di quella sul prospetto d'offerta).

Per quanto riguarda il ricorso al prospetto informativo, nel secondo considerando si afferma che, "ai fini della tutela degli interessi degli investitori attuali e potenziali, nella maggior parte degli stati membri si prescrivono alle imprese che ricorrono pubblicamente al risparmio garanzie da presentare talvolta già al momento dell'emissione di valori mobiliari e in ogni caso all'atto della loro ammissione alla quotazione ufficiale in una borsa; che queste garanzie presuppongono informazioni adeguate e il più obiettive possibile riguardanti in particolare la situazione finanziaria dell'emittente e le caratteristiche dei valori di cui si richiede l'ammissione alla quotazione ufficiale; che la forma nella quale tali informazioni sono richieste è solitamente quella della pubblicazione di un prospetto". Sul fronte dei controlli preventivi sul prospetto, il quarto considerando è addirittura più esplicito: "ancora non esiste in tutti gli stati membri un meccanismo di controllo che intervenga al momento dell'emissione dei valori mobiliari".

L'esigenza di contemperare interessi diversi emerge infine anche dall'ottavo considerando della direttiva 89/290 ove si afferma che "allorché l'offerta pubblica riguarda valori mobiliari non destinati alla quotazione ufficiale di una borsa valori, le informazioni da fornire possono essere meno dettagliate in modo da non oberare eccessivamente i piccoli e medi emittenti".

Tale motivazione, a dire il vero, non è apparsa condivisibile nemmeno ad autorevole dottrina anglosassone (Gower) che nel commentare la scelta comunitaria sopra descritta, ispirata anche all'impostazione inglese favorevole al cosiddetto "*hands off treatment*", ha affermato che la direttiva sembra ignorare che quando si tratta di titoli non quotati il pubblico è esposto a maggiori rischi di essere fuorviato, soprattutto in assenza di un controllo preventivo sul prospetto.

Nel considerare l'ordinamento inglese, tuttavia, occorre tenerne presenti le peculiarità costituite, da un lato, dalla presenza di una forte e radicata struttura di autoregolamentazione degli intermediari e dall'altro, dalla possibilità di ricorrere agevolmente all'Autorità giudiziaria ottenendo decisioni in tempi rapidi. Non sarebbe altrimenti comprensibile la scelta di non sottoporre a controllo preventivo il prospetto informativo allentando così la protezione dei risparmiatori proprio in situazioni nelle quali il *need of protection* è forse superiore.

In conclusione, la direttiva 89/298, conformemente alla 80/390, richiede un controllo preventivo del prospetto informativo quando si tratta di titoli destinati alla quotazione ufficiale e di titoli destinati ad un'offerta multinazionale.

Sgombrato il campo da possibili equivoci in ordine all'impostazione della direttiva sul controllo preventivo del prospetto informativo, resta da risolvere la questione del soggetto deputato a svolgere detto controllo. In proposito deve rilevarsi che in tutti i paesi nei quali è stata istituita un'Autorità pubblica a tutela del mercato, a questa è stato altresì attribuito il compito di effettuare i dovuti controlli sul prospetto informativo. Può essere utile esaminare come è stato affrontato il tema del controllo del prospetto informativo in altri paesi.

III. LE ESPERIENZE ESTERE

III.1 FRANCIA

La missione della Cob è di "assicurare la protezione del risparmio investito in valori mobiliari o in tutte le altre forme di investimento che danno luogo a sollecitazione del pubblico risparmio." La legge istitutiva dell'Autorità ribadisce la funzione della Cob riguardo al controllo e alla diffusione dell'informazione proveniente dalle società che fanno appello al pubblico risparmio. Per tutte le operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio deve essere predisposto un documento informativo destinato al pubblico che deve essere sottoposto al *visa* preventivo della Cob.

Tale regolamentazione si applica anche in occasione dell'ammissione alla quotazione ufficiale dei valori mobiliari e in occasione di emissione di valori mobiliari di cui si domanda l'ammissione alla quotazione. Il regolamento della Cob n. 91-02 stabilisce che, in tali casi, debba essere sottoposto alla Cob il documento d'informazione denominato prospetto al fine di ottenere il *visa* della Commissione.

Il progetto di prospetto, formulato secondo un schema stabilito dalla Cob, deve essere depositato presso la Cob stessa almeno 15 giorni prima della data prevista per l'operazione.

Per la concessione del *visa*, la Cob, andando oltre un mero controllo formale della corrispondenza del prospetto agli schemi predefiniti, certifica che sono state verificate la pertinenza e la coerenza delle informazioni. In tale ambito la Cob può, preliminarmente al rilascio del *visa*, richiedere indagini supplementari ai controllori legali dei conti o una revisione effettuata da un organismo specializzato esterno, qualora stimi insufficienti le certificazioni dei controllori.

III.2 STATI UNITI

Il *Securities Act* del 1933 prescrive un *disclosure statute* delle offerte iniziali di titoli, stabilendo che esse possano essere effettuate solo se si rispettano i seguenti principi:

- un *registration statement* sia stato approvato prima che si realizzi l'offerta al pubblico;
- sia distribuito al pubblico un prospetto, che costituisce parte integrante del *registration statement*.

Il *Securities Exchange Act* del 1934 stabilisce che una società che richiede di quotare i propri titoli su un *Exchange* deve depositare un *registration statement* presso la Sec. L'obiettivo dell'attività di *review* svolta dalla Sec con riguardo ai *registration statement* è di valutare la correttezza (*fairness*) delle informazioni fornite.

Nell'ambito dell'attività di controllo preventivo dei prospetti, sono previste quattro differenti modalità di *review*, la cui intensità è graduata in funzione di alcune caratteristiche della società proponente e delle operazioni. Le quattro modalità di *review* sono le seguenti:

- *full review*;
- *full financial review*;
- *monitor* di uno o più specifici capitoli del prospetto;
- *no review*.

Sono sottoposte a *review* tutte le *Initial Public Offering* (IPO), le ammissioni a quotazione di soggetti che non erano già "registrati", le offerte pubbliche di acquisto (*tender offer*), le trasformazioni da *public* a *private company* e le sollecitazioni concorrenti di deleghe (*contested proxy statements*). Qualora si renda necessario, viene coinvolto l'*enforcement staff* per possibili azioni investigative e sanzionatorie.

La diffusione al pubblico di tutto il materiale informativo reso disponibile in occasione delle operazioni suddette rappresenta un compito cruciale nell'attività della Sec riguardo alla sollecitazione. In particolare, il sistema EDGAR (*Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval*) consente l'accesso da parte del pubblico alle informazioni rilevanti contenute nei *files* gestiti dalla Sec su base informatica. Per assicurare la funzionalità di tale sistema, è prevista una

specifica funzione di "ricezione e distribuzione dei documenti", consistente nella definizione degli schemi elettronici di comunicazione e nell'estrazione delle informazioni rilevanti per l'alimentazione dei *data-base* che confluiscono nel sistema EDGAR.

III.3 SPAGNA

La legge di riforma del *Mercado de valores* del 1989 ha stabilito l'obbligo di comunicazione e di registrazione preventiva delle informazioni necessarie ad assicurare che i potenziali investitori possano formulare giudizi fondati sugli investimenti proposti. Tale obbligo riguarda tutte le offerte rivolte alla sollecitazione del pubblico risparmio. La comunicazione preventiva comprendente il prospetto (*folleto de emission*), deve essere presentata alla Cnmv che la registra e la rende pubblica. La legge spagnola stabilisce che anche per le ammissioni a quotazione la comunicazione di informazioni è soggetta alla verifica preventiva da parte della Cnmv, secondo una procedura simile a quella delle operazioni di sollecitazione.

III.4 REGNO UNITO

La regolamentazione del mercato primario è distinta da quella del mercato secondario. Il Sib ha responsabilità molto limitate rispetto alla regolamentazione del mercato primario, esercitando soltanto un'attività di supervisione sulla regolamentazione emanata dal *London Stock Exchange* (LSE) riguardo alle emissioni sull'*Unlisted Securities Market*. Per quanto riguarda la regolamentazione del mercato primario per le società quotate sul mercato ufficiale, il LSE è sottoposto alla sorveglianza del Ministro del tesoro.

In generale, le emissioni di titoli destinati alla quotazione su mercati regolamentati sono disciplinate dal *Public Offer of Securities Regulation* del 1995 che non prevede un controllo preventivo del prospetto.

Tale sia pur breve ricostruzione sembra quindi ribadire che nei paesi nei quali esiste un'Autorità di vigilanza di natura pubblica la stessa è competente a verificare in sede preventiva i prospetti informativi. L'unico paese, tra quelli esaminati, che si differenzia è il Regno Unito, dove l'assetto istituzionale e regolamentare del mercato mobiliare presenta caratteristiche peculiari. Peraltro, anche in tale paese è attualmente in atto un processo di revisione che sembra indicare una progressiva convergenza verso il modello prevalente negli altri principali paesi, attraverso un rafforzamento delle funzioni di natura pubblicistica dell'Autorità del mercato mobiliare.

IV. LA NUOVA DIMENSIONE DELLA SOLLECITAZIONE

Posto che il momento dell'appello al pubblico risparmio costituisce solo il momento di accesso al mercato primario, non v'è dubbio che perché si abbia una compiuta tutela dell'investitore occorre che sul titolo diffuso tra il pubblico si instauri un vero e proprio mercato secondario. Tale sbocco consente infatti, da un lato, di garantire, unitamente alla trasparenza nella formazione dei prezzi di scambio, una più agevole liquidazione dell'investimento, dall'altro, di mettere a disposizione del mercato tutte le informazioni rilevanti sull'emittente attraverso la sua sottoposizione ad una serie di obblighi informativi disposti dal mercato prescelto.

Tuttavia, non tutti i titoli offerti al pubblico confluiscono poi in un qualche mercato regolamentato. In tal caso, a parte ogni considerazione in merito all'assenza di garanzie di liquidabilità del titolo nonché di formazione di prezzi trasparenti, non si verificano i presupposti perché l'emittente venga sottoposto ad obblighi di carattere informativo nei confronti del pubblico.

Ammesso pertanto che le finalità di tutela degli investitori non si esauriscono al momento dell'offerta al pubblico ma sussistono fintanto che il titolo risulta diffuso tra il pubblico, appare opportuno garantire che anche i titoli che non godono del suddetto sbocco - che si dovrebbe comunque in tutti i modi favorire - siano tenuti a obblighi di informativa continua fintanto che il titolo è diffuso tra il pubblico.

L'appello al pubblico risparmio costituisce infatti solo il punto di partenza degli obblighi informativi nei confronti del pubblico. In tal senso potrebbe pertanto darsi più ampio spazio di applicazione all'art. 18-*quater* che dispone che dalla data della comunicazione alla Consob *ex art.* 18, le società di cui alla medesima norma sono soggette alla disciplina di cui agli artt. 3, lett. b) e c), e 4 della legge 216/74. Il richiamato art. 18-*quater* prevede inoltre che la Consob possa disporre in capo ai medesimi soggetti l'obbligo di assoggettarsi a revisione contabile ai sensi del D.P.R. 136/75.

Di tale ultima facoltà la Consob non ha praticamente mai fatto uso. Quanto poi all'assoggettamento alla disciplina *ex artt.* 3 e 4, con l'art. 13 del regolamento adottato con delibera n. 6430/92 si è precisato che tali disposizioni trovano applicazione "fino alla data in cui hanno termine le attività di sollecitazione". La sussistenza dei suddetti obblighi informativi è stata pertanto fino ad oggi ricollegata al momento della sollecitazione anziché alla circostanza, non meno rilevante, della diffusione del titolo tra il pubblico.

Laddove pertanto si stabilisse che, a partire dal momento della sollecitazione e fintanto che il titolo è diffuso tra il pubblico, l'emittente, oltre a dover far certificare il proprio bilancio, sia tenuto a mettere a disposizione del mercato tutte le informazioni ritenute rilevanti, si potrebbe iniziare ad individuare uno statuto delle società facenti appello al pubblico risparmio. Così facendo, si

getterebbero i presupposti per una successiva distinzione anche a livello normativo, analogamente a quanto prevede l'ordinamento francese, tra società aperta al pubblico risparmio e società chiusa.

La descritta impostazione si riallaccia inoltre alla riforma avviata dal D.Lgs. 415/96 che dovrebbe favorire la nascita di altri mercati regolamentati e scambi organizzati. Proprio in questi ultimi infatti, in cui la *disclosure* è minima ed è finalizzata esclusivamente alle informazioni sui prezzi e le quantità scambiate, l'assoggettamento degli emittenti aventi titoli diffusi tra il pubblico ad ulteriori obblighi di natura informativa costituisce il dovuto complemento informativo.

La sussistenza di tali obblighi informativi consentirebbe inoltre da un lato di rendere meno onerosa la scelta di quotarsi dall'altro garantirebbe uno snellimento di procedure in occasione di successive operazioni di sollecitazione.

Lo sviluppo logico dell'impostazione seguita è infatti un prospetto, per le offerte successive alla prima, strutturato in modo analogo a quello francese dove, accanto ad un documento costituito da informazioni sull'emittente aggiornate periodicamente, vi sia un altro documento contenente esclusivamente le informazioni relative all'offerta.

Con tale sistema il controllo in sede di offerte successive si fa senza dubbio più rapido e si potrebbero inoltre adottare approcci istruttori differenziati a seconda del tipo di offerta e dell'emittente in ordine al quale già si disporrebbe di informazioni aggiornate a seguito degli obblighi informativi dovuti al mercato e alla Consob.

In tal senso opera da anni anche la Sec che distingue tra procedure istruttorie in cui l'esame è completo (tutte le *IPO, initial public offerings*), procedure in cui vengono esaminate solo le informazioni di natura contabile e, infine, procedure in cui l'esame è concentrato solo su particolari aspetti. In alcuni casi, nei quali il prospetto appare estremamente carente, la Sec informa l'offerente del fatto che non intende esaminare il prospetto e lo invita a presentare in un momento successivo un prospetto più completo.

Al fine di agevolare i controlli in materia di sollecitazione si avverte inoltre l'opportunità di ampliare, fermi restando i principi dettati dalla direttiva 89/290, i casi cosiddetti di esenzione dalla disciplina della sollecitazione avuto riguardo all'ammontare totale dell'operazione e al numero dei soggetti potenzialmente coinvolti.

Un'adeguata tutela dei risparmiatori presuppone infine il rafforzamento dell'azione Consob in occasione di sollecitazioni abusive. In tale sede si è infatti assistito all'impossibilità di agire tempestivamente acquisendo le informazioni necessarie dai soggetti coinvolti. Non potendo infatti la Consob svolgere accertamenti diretti ma dovendo ricorrere all'intervento di altri soggetti, l'azione di vigilanza non sempre si è risolta in un'efficace tutela degli investitori in sede preventiva.

V. IL PROSPETTO DI AMMISSIONE A QUOTAZIONE

La direttiva comunitaria 80/390 dispone l'obbligo, in sede di ammissione a quotazione, di redigere un prospetto informativo e di sottoporlo al controllo preventivo dell'Autorità o delle Autorità individuate in ciascuno degli stati membri quali Autorità competenti.

Il D.Lgs. 415/96, nell'assegnare alla società mercato il compito di individuare le condizioni di ammissione, nulla dice in merito al soggetto deputato a svolgere il controllo preventivo del prospetto informativo pur attribuendo alla Consob la tutela degli investitori.

Al riguardo, si può ritenere che l'obbligo di redigere il prospetto informativo non rientri tra le condizioni di ammissione, in quanto si tratta di un adempimento di tipo informativo imposto all'emittente a tutela degli interessi degli investitori attuali e potenziali e che pertanto assolve alle medesime esigenze di informazione del pubblico dei risparmiatori al cui soddisfacimento sono preordinate le norme in materia di obblighi degli emittenti titoli quotati in borsa che sono fatte salve dall'art. 58, comma 2, del suddetto decreto. Da ciò discende che il prospetto di quotazione resta nell'ambito delle competenze affidate alla Consob sia per quanto riguarda l'emanazione di norme regolamentari concernenti la sua redazione e pubblicazione, sia per quanto riguarda la competenza ad approvarlo.

Tale impostazione del resto è in linea con quanto si verifica nei principali paesi europei. Dove infatti esiste un'Autorità di controllo dei mercati, distinta dagli organismi di autoregolamentazione, alla stessa Autorità è demandato il compito di acquisire e vagliare l'informazione da fornire in sede di prospetto informativo e questa circostanza convive senza particolari problemi con la sussistenza di organismi privati di gestione dei mercati⁽¹⁾.

VI. CONCLUSIONI

La nuova disciplina della sollecitazione non può prescindere dai principi dettati dal D.Lgs. 415/96 e dalla riforma dei mercati che attraverso lo stesso si è voluta operare. Fermi restando pertanto detti principi e ritenuto che la tutela del risparmiatore in occasione di operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio abbia natura di interesse pubblico tale da non poter essere delegata ad organismi di estrazione privatistica, nell'ambito del Testo unico occorre, nel ribadire

(1) *L'unica eccezione è costituita dall'ordinamento inglese ove, pur in presenza di un'Autorità di natura pubblica, il Sib (ora FSA Financial Services Authority), i poteri in materia di prospetto sia di ammissione che di sollecitazione sono affidati al London Stock Exchange. Tale circostanza è giustificata dalla particolare natura dei poteri assegnati al primo organismo.*

l'imprescindibilità del ruolo Consob, fornire a quest'ultima strumenti forti e al contempo elastici, atti a garantire efficacia ed efficienza nello svolgimento dei compiti di vigilanza in materia di sollecitazione del pubblico risparmio. Si vuole cioè, per usare le parole di Franklin D. Roosevelt, proteggere il pubblico interferendo il meno possibile nell'iniziativa economica privata.

In tal senso, si propone di disegnare le attribuzioni Consob in maniera chiara e precisa al fine di evitare il più possibile di ingenerare dubbi in ordine all'effettivo ambito delle competenze assegnate ed esagerate aspettative da parte del pubblico dei risparmiatori.

Nel concreto, sul fronte della lotta alla sollecitazione abusiva occorre assegnare alla Consob poteri accertativi più efficaci. Si pensi ad esempio al potere di acquisire direttamente documenti e informazioni da parte dei soggetti a vario titolo coinvolti senza doversi necessariamente rivolgere alla Guardia di Finanza.

Quanto al controllo delle attività di sollecitazione si ritiene opportuno innanzitutto snellire il contenuto dell'art. 18 della legge 216/74 nel senso di attribuire più penetranti poteri di normazione secondaria alla Consob, soprattutto in materia di prospetto informativo.

La Consob, infatti, possiede l'esperienza necessaria per stabilire in quali occasioni sia possibile procedere ad un esame più rapido e meno approfondito del prospetto informativo e come strutturare le operazioni proposte da soggetti già noti al mercato.

Ciò non toglie comunque che su alcuni aspetti sia opportuna una precisa presa di posizione a livello normativo. Si pensi all'individuazione dei casi di esenzione dalla disciplina della sollecitazione, da attuarsi in conformità con i principi in proposito dettati a livello comunitario, nonché alla definizione del concetto di diffusione tra il pubblico. A tale ultimo riguardo le norme dovrebbero indicare i parametri di riferimento della diffusione tra il pubblico, sia in sede di individuazione dei suddetti casi di esenzione, sia in sede di permanenza degli obblighi informativi a carico degli emittenti.

In tal senso la legge dovrebbe indicare il limite, in termini di numero di persone, superato il quale un titolo deve considerarsi diffuso tra il pubblico. A tale circostanza devono infatti ricollegarsi gli obblighi di natura informativa a carico dell'emittente. Dovrebbe pertanto procedersi ad una riscrittura dell'attuale art. 18 *quater* volta a precisare le informazioni dovute al mercato, i poteri della Consob, la durata degli obblighi. A questo ultimo riguardo si propone di individuare come momento iniziale per i poteri di accertamento diretto non più la data della comunicazione alla Consob *ex* art. 18, quanto l'effettiva diffusione del titolo tra il pubblico a seguito dell'operazione di sollecitazione. Non v'è dubbio infatti che gli stringenti tempi dell'istruttoria preventiva non consentono alla Consob di svolgere entro tale lasso di tempo anche accertamenti diretti nei confronti dell'emittente. Una volta a regime, l'effettivo svolgimento di tali accertamenti, ancorché in un momento successivo, dovrebbe avere anche effetti di natura preventiva volti a scoraggiare iniziative azzardate.

Quanto agli obblighi informativi, occorre distinguere quelli diretti al mercato da quelli nei confronti della Consob. Non v'è dubbio infatti che l'insorgere dei primi vada ricollegato ad un momento successivo alla sollecitazione del pubblico risparmio, dovendo ritenersi che tutte le informazioni rilevanti concernenti fatti verificatisi prima della sollecitazione stessa siano adeguatamente riportati nel prospetto informativo. Diversamente, dovrebbe invece ricondursi al momento della comunicazione alla Consob il termine iniziale per gli obblighi di carattere informativo nei confronti della Consob stessa, proprio al fine di garantire la dovuta completezza del prospetto informativo.

I PATTI PARASOCIALI^(*)

I. L'ART. 21, COMMA 4, DELLA LEGGE 6 FEBBRAIO 1996, N. 52

Il potere di intervenire legislativamente in materia di patti parasociali è attribuito al Governo dall'art. 21 della legge delega n. 52/96 il quale, al comma 4, prevede che in sede di riordinamento normativo delle materie concernenti gli intermediari, i mercati finanziari e mobiliari e gli altri aspetti comunque connessi, "potrà essere modificata la disciplina relativa alle società emittenti titoli negoziati nei mercati regolamentati, con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle minoranze, ai sindacati di voto e ai rapporti di gruppo, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza".

La portata della disposizione impone un chiarimento preliminare in merito all'estensione oggettiva della delega. Il problema si pone in quanto l'espresso riferimento ai soli sindacati di voto, operato dal citato articolo 21, potrebbe far ritenere che la delega conferisca al Governo il potere di intervenire esclusivamente sulla disciplina delle convenzioni relative all'esercizio del diritto di voto.

Da una più attenta lettura della norma può, tuttavia, desumersi che la portata della delega investe anche la regolamentazione dei sindacati di blocco e delle altre eventuali tipologie di patti parasociali, quali i patti di consultazione, i patti per l'acquisto concertato di azioni nonché i patti di covendita.

L'estensione è resa possibile in quanto lo stesso comma 4, da un lato, individua come oggetto di revisione normativa l'intera disciplina relativa alle società emittenti titoli negoziati sui mercati regolamentati, in relazione alla quale attribuisce al Governo un potere generale di modifica; dall'altro, individua una pluralità di istituti (collegio sindacale, poteri delle minoranze, sindacati di voto e rapporti di gruppo) che, per la rilevanza che rivestono nel diritto societario e per la particolare inadeguatezza della legislazione esistente, devono necessariamente essere oggetto di revisione.

E' dunque evidente che, nell'ambito della disciplina delle società con titoli negoziati nei mercati regolamentati, l'indicazione di tali istituti deve considerarsi meramente esemplificativa e non tassativa; pertanto, l'intervento normativo in materia di patti parasociali può legittimamente estendersi anche alle tipologie di patti diversi dai sindacati di voto.

Tale conclusione è avvalorata dalla constatazione che la regolamentazione dei soli sindacati di voto non raggiungerebbe gli obiettivi di tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza che la

(*) *Par. I, IV e V di Maria Teresa Balzano; par. II, III e VI di Francesca Fiore.*

legge delega intende perseguire. Nella pratica, infatti, gli aderenti ad un sindacato di voto, per rafforzare la coalizione finalizzata al controllo o alla gestione unitaria della società, ricorrono solitamente a clausole di blocco che si sostanziano nel divieto di alienare le azioni vincolate per la durata del patto o nella concessione di reciproci diritti di prelazione, ovvero nelle possibili combinazioni di tali istituti. Le clausole di blocco, pertanto, costituiscono uno dei principali strumenti antiscaletta utilizzati dagli azionisti per "blindare" il controllo delle società e conseguentemente, se non regolamentati, potrebbero costituire un ostacolo allo sviluppo del mercato dei capitali.

Dalle considerazioni svolte si desume, dunque, che la completa trasparenza sugli assetti di controllo delle società quotate e sulla contendibilità delle stesse, strumento primario di tutela delle minoranze azionarie e del risparmio, non può prescindere dalla regolamentazione unitaria della fattispecie dei patti parasociali.

II. LEGITTIMITÀ E VALIDITÀ DEI PATTI PARASOCIALI

La previsione di una specifica disciplina dei patti parasociali conforterebbe la tesi dell'ammissibilità di principio delle convenzioni aventi ad oggetto l'esercizio del voto o il trasferimento delle azioni, sostenuta dalla quasi unanime dottrina⁽¹⁾ e dalla prevalente giurisprudenza⁽²⁾ ed avvalorata dai più recenti interventi normativi⁽³⁾.

(1) *Per tutti cfr. Farenga, "I contratti parasociali", Milano, 1987, 316; Oppo, "Le convenzioni di voto tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società", Riv. Dir. Civ., 1987, I, 517 e ss.; Costi, "I sindacati di voto nella legislazione più recente", Giur. Comm., 1992, 25 e ss; Libonati, "Il problema della validità dei sindacati di voto: situazione attuale e prospettive", Sindacati di voto e sindacati di blocco, a cura di Bonelli-Jaeger, Milano, 1993, 11 e ss.; Rescio, "I sindacati di voto", Trattato delle società per azioni, diretto da Colombo-Portale, Torino, 1994, III, 485 e ss..*

(2) *Per una chiara affermazione della generale validità dei patti parasociali vedi Cass. 20 settembre 1995, n. 9975, in Le Società, 1996, 37 e, in precedenza, Trib. Milano 28 marzo 1990, in Giur. Comm., 1990, II, 786.*

(3) *A partire dalla legge sull'editoria (la n. 416/81, il cui art.2 impone agli azionisti di società editrici aderenti a patti parasociali che consentono l'esercizio del controllo di comunicare il trasferimento della propria partecipazione), una serie sempre più numerosa di norme legislative ed amministrative ha fatto esplicito riferimento ai patti di sindacato come elementi costitutivi di fattispecie produttive di effetti giuridici. Si citano, tra le altre, l'art. 37 della legge 223/90 in tema di imprese radiotelevisive; l'art. 26, comma 2, lett. b) del D.Lgs. 127/91 sul bilancio consolidato; il D.Lgs. 83/92 che ha introdotto l'attuale art. 1, comma 5, lett. f) della legge 77/83 sui fondi comuni d'investimento mobiliare; l'art. 25, comma 1, lett. c) del D.Lgs. 87/92 in materia di bilanci consolidati delle banche; il D.Lgs. 90/92 che ha introdotto gli attuali artt. 5 bis, comma 2 e 5 quater della legge 216/74; l'art. 7 e l'art. 10, commi 2 e 4, della legge.149/92 sulle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli; l'art. 20, comma* (segue...)

Non essendo questa la sede per ripercorrere la nota diatriba sulla legittimità e validità dei patti parasociali ed, in particolare, delle convenzioni di voto, è tuttavia opportuno accennare ai risultati cui il dibattito è pervenuto.

L'abbandono della concezione del voto come strumento diretto a perseguire l'interesse sociale e non del singolo socio, il superamento del dogma della necessità della libera e spontanea formazione della volontà del socio in assemblea e, soprattutto, il definitivo chiarimento della distinzione del piano parasociale da quello sociale, hanno indotto dottrina e giurisprudenza a riconoscere l'ammissibilità di principio delle convenzioni parasociali e a spostare l'attenzione sul contenuto del singolo patto al fine di valutarne la liceità.

In particolare, il punto di approdo dell'elaborazione scientifica è costituito dalla constatazione che il giudizio di validità sui patti parasociali non può essere aprioristico ma deve essere condotto caso per caso, al fine di accertare che ciascun patto sia diretto a realizzare interessi meritevoli di tutela ai sensi dell'art. 1322 c.c..

Con tale premessa si intende chiarire che l'introduzione di una normativa generale sui patti parasociali nell'ambito del Testo unico della finanza persegue principalmente finalità di trasparenza e di garanzia del regolare funzionamento del mercato ma non costituisce affatto un'aprioristica dichiarazione di validità di tutti i patti parasociali.

Pertanto, se da un lato rappresenta un'ulteriore argomentazione a sostegno dell'ammissibilità di principio degli stessi, dall'altro non sarebbe sufficiente ad esimere l'interprete dal condurre, per ogni singolo patto, quel giudizio di meritevolezza richiesto dall'art. 1322 c.c. per tutti i contratti atipici.

III. COMPATIBILITÀ DEI PATTI PARASOCIALI CON IL DIRITTO DELLE SOCIETÀ PER AZIONI QUOTATE IN BORSA

Verificata la validità dei sindacati di voto e di blocco che abbiano superato il giudizio di meritevolezza, appare altresì opportuno riaffermarne la compatibilità con i principi che governano le società che fanno appello al pubblico risparmio.

(3) (...segue)
2, e l'art. 23, comma 2, del D.Lgs. 385/93, Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia; gli artt. 1, 2, 3 e 8 della legge 474/94 in materia di privatizzazioni e, infine, l'art. 10 del D.Lgs. 415/96 sui servizi di investimento.

Un'opinione relativamente recente⁽⁴⁾ ha infatti sostenuto che le convenzioni di voto e di blocco non sarebbero compatibili con le società con azioni quotate in borsa in quanto contrasterebbero con taluni principi di ordine pubblico che reggono tali società, quali la tutela dell'investitore medio e la libera trasferibilità delle azioni. Le prime, infatti, attribuirebbero ai soci sindacati, attraverso la nomina degli organi sociali e la predeterminazione della volontà sociale, poteri gestori tipici dell'*intuitus personae* incompatibili con il ricorso al pubblico risparmio in quanto contrari ai principi della trasparenza e della parità di trattamento. Le seconde, invece, limitando la trasferibilità delle azioni, violerebbero un principio fondamentale dell'ordinamento costituito dalla libera trasferibilità dei valori mobiliari. La riprova di tale incompatibilità per queste ultime, andrebbe ricercata nella legge 149/92 che impone l'obbligo di effettuare un'Opa in capo a chi acquista una partecipazione superiore ad una certa percentuale: la prescrizione legislativa, infatti, in presenza di un sindacato di blocco sarebbe destinata a rimanere inoperante; Opa obbligatoria e sindacati di blocco dovrebbero pertanto considerarsi incompatibili e "il principio dell'ordine pubblico impone che nelle società quotate siano questi ultimi a cadere" .

L'asserita incompatibilità in astratto dei sindacati di voto e di blocco non può essere sostenuta allo stato attuale della giurisprudenza, della dottrina e soprattutto alla luce degli interventi legislativi più recenti. Questi ultimi, in particolare, hanno chiaramente dimostrato la tendenza del legislatore ad escludere l'assoluta nullità dei patti parasociali nelle società quotate e ad individuare nella regolamentazione degli stessi lo strumento che permetta di contemperare le due opposte esigenze di tutela del pubblico risparmio e di salvaguardia della libera esplicazione dell'autonomia privata⁽⁵⁾.

La strada da percorrere nella definizione della normativa che si vuole introdurre deve, pertanto, essere quella dell'individuazione di quei profili delle convenzioni parasociali che maggiormente incidono sulla struttura fondamentale delle società quotate, allo scopo di predisporre un apparato legislativo che, limitando ma non escludendo l'autonomia negoziale delle parti, rispetti le esigenze di tutela della trasparenza, della parità di trattamento e della libera trasferibilità dei valori mobiliari, agevolando, in tal modo, il superamento del giudizio di meritevolezza di cui all'art. 1322 c.c..

(4) Rossi, *"Le diverse prospettive dei sindacati azionari nelle società quotate e in quelle non quotate"*, Riv. Soc., 1991, 1354 e ss..

(5) *E' infatti lo stesso legislatore che detta una disciplina dei sindacati di voto e di blocco nelle società quotate ad escludere senza dubbio l'assoluta incompatibilità dei patti parasociali con le società quotate: in particolare, l'art. 10 comma 4 della legge 149/92 impone l'obbligo di comunicazione alla Consob entro cinque giorni dalla data di stipulazione di ogni accordo tra soci in merito all'esercizio dei diritti inerenti alle azioni e al trasferimento delle stesse. L'art. 7, comma 2 della stessa legge stabilisce che, durante la pendenza dell'offerta di vendita, l'offerente non deve stipulare o modificare, a pena di nullità, accordi circa l'esercizio del proprio diritto di voto.*

La casistica delle convenzioni parasociali ha rivelato che gli aspetti sui quali si può intervenire legislativamente ai fini considerati, vanno individuati nella necessaria limitazione della durata dei patti ed in un'adeguata pubblicità degli stessi.

IV. LA DURATA DEI PATTI PARASOCIALI

L'introduzione legislativa di un termine di durata dei patti parasociali risponde ad un'esigenza da tempo avvertita in tutti gli ordinamenti; esigenza particolarmente sentita per le società che fanno appello al pubblico risparmio. La previsione di un termine massimo di durata costituisce, infatti, una giusta mediazione tra l'interesse degli azionisti imprenditori ad organizzare maggioranze stabili e gruppi di comando, e la necessità di evitare la cristallizzazione di posizioni di potere nelle mani di soci che non detengono individualmente la maggioranza del capitale.

L'indicazione legislativa di tale termine produrrebbe, inoltre, l'ulteriore positivo effetto di sottrarre i patti parasociali al sindacato giurisdizionale in merito alla congruità del termine rispetto al contenuto del patto, eliminando, in tal modo, gli elementi di incertezza giuridica che caratterizzano l'attuale situazione legislativa.

Infatti, la mancanza di un termine di durata espone i patti parasociali a possibili pronunce d'invalidità qualora questi ultimi - in sede giurisdizionale - siano giudicati eccessivamente limitativi della libertà del socio. La concreta determinazione della durata del termine costituisce una valutazione di fatto che deve tener conto degli interessi che con tale previsione si intendono contemperare⁽⁶⁾.

In un'ottica di riforma si potrebbe, inoltre, prevedere la sostituzione automatica del termine eventualmente stabilito dalle parti in misura eccedente il limite legale con quello fissato dalla legge; l'integrazione legale del contratto, infatti, testimonia il carattere di imperatività della disposizione e la superiorità degli interessi per la cui tutela tale norma si intende introdurre.

Accanto alla previsione di un termine massimo di durata, si ritiene opportuno attribuire ai partecipanti il potere di recedere dal patto con un congruo preavviso nelle ipotesi in cui il sindacato abbia una durata indeterminata. L'esplicita previsione del potere di recesso si rivela necessaria, in

(6) *Si ricorda in proposito che il termine massimo di durata dei patti parasociali nei progetti di riforma della nostra legislazione oscillava dai due ai cinque anni, fino ai tre anni proposti dalla Commissione De Gregorio. Un noto autore (Visentini, "I sindacati di voto: realtà e prospettive", Riv. Soc., 1988, 14) proponeva una soluzione articolata prevedendo l'introduzione di una norma che avrebbe dovuto sancire o un termine di tre anni, con esclusione della tacita rinnovazione, ovvero un termine quinquennale, con facoltà di recesso dopo il terzo anno con preavviso di tre mesi.*

primo luogo, per completare la disciplina della durata dei patti, garantendo ai partecipanti la libertà di svincolarsi dagli stessi anche in quelle ipotesi in cui le parti non abbiano previsto un termine finale, senza perciò incorrere nelle sanzioni da inadempimento.

In secondo luogo, il riconoscimento espresso del diritto di recesso metterebbe gli aderenti al patto al riparo dalle possibili incertezze in ordine alla validità dello stesso che potrebbero verificarsi in sede giurisdizionale.

E' noto, infatti, che la mancanza nel nostro ordinamento di una norma generale che riconosca ai contraenti il potere di recedere da qualsiasi rapporto a tempo indeterminato ha fatto sorgere un contrasto di opinioni in merito alla validità dei patti parasociali di durata indeterminata: una prima tesi, sposata di recente dalla Suprema Corte⁽⁷⁾, ritiene che l'indeterminatezza della durata di un patto parasociale debba necessariamente tradursi nell'invalidità dello stesso in quanto rende quest'ultimo contrario al principio di ordine pubblico, assoluto ed inderogabile, della necessaria temporaneità dei rapporti obbligatori e, pertanto, immeritevole di tutela ai sensi dell'art. 1322 c.c. .

L'opinione riportata non è stata accolta con favore dai sostenitori dell'opposta tesi⁽⁸⁾ per la quale, invece, nei casi in cui il patto non preveda una durata determinata bisognerebbe riconoscere ai partecipanti il potere di recedere *ad nutum* dal patto stesso. Il riconoscimento di tale potere troverebbe fondamento - secondo tale opinione - nella disciplina di una pluralità di contratti tipici, anche associativi, dalla quale sarebbe desumibile l'esistenza di un principio generale che consenta in ogni caso alle parti di recedere dai contratti a tempo indeterminato; principio, quest'ultimo, estendibile anche ai contratti atipici quali i patti parasociali.

In presenza di una tale divergenza di vedute ed in mancanza, *de iure condito*, di indicazioni legislative in ordine alla durata dei patti, nelle ipotesi di sindacati a tempo indeterminato si pone la difficile scelta tra la nullità del vincolo o il riconoscimento del diritto di recesso *ad nutum*, aprendosi in tal modo la strada all'incertezza più assoluta.

Tali considerazioni inducono a ritenere indispensabile l'introduzione di una disposizione che, compiendo in via preventiva la scelta indicata, attribuisca alle parti il diritto di recedere da un patto senza limite di durata.

(7) Cfr. Cass. 20 settembre 1995, n. 9975, *Le Società*, 1996, 37.

(8) Per tutti cfr. Calandra Buonauro, "I sindacati di voto e durata indeterminata" e Corsi, note a Cass. 20 settembre 1995, n. 9975, *Giur. Comm.*, 1997, 50 e ss, Pernazza, nota a Cass. n. 9975/95, *Le Società*, 1997, 41 e ss.; e in generale sul recesso dai contratti a tempo indeterminato Bianca, "Diritto Civile", III, "Il contratto", Milano, 1987, 705.

Peraltro, la previsione di patti parasociali a tempo indeterminato potrebbe suscitare qualche perplessità nell'ambito di una riorganizzazione normativa della materia che assume come scelta di fondo l'imposizione di un termine massimo di durata dei patti parasociali al fine di contemperare, da un lato, l'esigenza di evitare la cristallizzazione di indebite posizioni di potere e, dall'altro, quella di consentire agli azionisti imprenditori di organizzare maggioranze stabili.

L'obiettivo di evitare il congelamento di potere sarebbe forse più facilmente raggiungibile ove si escludesse l'ammissibilità dei patti per i quali non sia stato indicato il termine finale.

In quest'ottica, un'eventuale legittimazione dei sindacati a tempo indeterminato, sia pure con facoltà di recesso, finirebbe per svuotare di contenuto la previsione di un termine massimo di durata dei patti parasociali. Si consideri, inoltre, che la previsione di patti a tempo indeterminato, se riferita ai sindacati di blocco, si porrebbe in contrasto (o, meglio in deroga) con l'art. 1379 c.c. a norma del quale il divieto convenzionale di alienazione è valido solo se contenuto entro convenienti limiti di tempo.

Tuttavia, la realtà dei patti dimostra che il più efficace strumento per evitare il fenomeno delle società blindate va ricercato proprio nella garanzia offerta ai partecipanti al patto di potersi svincolare dallo stesso, in un ragionevole arco di tempo, senza infrangere le regole "d'onore" che sono alla base dei patti stessi.

La nuova disciplina dovrebbe operare in tal senso, consentendo ai soci di vincolarsi o a tempo determinato ma per un periodo non superiore a tre o cinque anni nel corso del quale non è possibile recedere, ovvero di stipulare un patto a tempo indeterminato con facoltà di recedere in ogni tempo anche senza giusta causa, salvo ovviamente, l'onere di preavviso.

In relazione al citato onere di preavviso si rileva che probabilmente meriterebbe un'attenta riflessione la determinazione del termine entro il quale deve essere manifestata l'intenzione di recedere; la previsione di un termine relativamente lungo potrebbe, infatti, rivelarsi inadeguata ove si consideri la rapida evoluzione che caratterizza le scelte imprenditoriali.

V. LA PUBBLICITÀ DEI PATTI PARASOCIALI

Il regime pubblicitario dei patti parasociali costituisce probabilmente l'aspetto più rilevante dell'intervento legislativo che si intende realizzare. La pubblicità delle convenzioni tra soci assolve infatti a due rilevanti funzioni: da un lato, consente a coloro che hanno delle mire sulla società di conoscere se la stessa è contendibile, dall'altro, garantisce agli azionisti di minoranza ed al pubblico dei risparmiatori l'informazione e l'assoluta trasparenza sugli assetti proprietari della società stessa.

La disciplina dei patti parasociali che si intende introdurre nel Testo unico dovrebbe prevedere tre forme cumulative di pubblicità da assolvere entro un congruo termine dalla stipulazione del patto:

il deposito presso il registro delle imprese, la comunicazione alla Consob e la pubblicazione per estratto sulla stampa quotidiana. La stessa disciplina potrebbe completarsi con l'attribuzione alla Consob, quale organo deputato a garantire la trasparenza dell'informazione societaria, di un potere regolamentare diretto a stabilire i contenuti, le modalità e i tempi della comunicazione e della pubblicazione per estratto.

L'esigenza di prevedere tre diverse forme di pubblicità dei patti parasociali nasce dalla considerazione che ciascuna di esse si rivolge a destinatari diversi ed assolve a funzioni almeno in parte differenziate.

La comunicazione alla Consob, infatti, ha la funzione di consentire a quest'ultima il controllo sulla completezza dell'informazione offerta al mercato mediante la pubblicazione dell'estratto e di verificare la realtà degli assetti di comando delle società, ma non consente la diretta diffusione al mercato delle informazioni.

Il deposito presso il registro delle imprese e la pubblicazione sulla stampa quotidiana, invece, assicurano entrambe la massima diffusione tra il pubblico dell'informativa societaria, al fine di far conoscere al mercato gli assetti proprietari ed il grado di contendibilità della società.

Tuttavia, mentre la pubblicazione sulla stampa quotidiana, pur consentendo una più agevole ed immediata diffusione delle informazioni, non costituisce una forma di pubblicità destinata a durare nel tempo e non si presenta esaustiva del contenuto dell'accordo, con l'imposizione dell'obbligo di depositare i patti presso il registro delle imprese si creerebbe una vera e propria banca - dati che permetterebbe a tutti i soggetti interessati di verificare in qualsiasi momento l'integrale contenuto dei patti che disciplinano gli assetti di potere delle società quotate.

Al deposito dei patti presso il registro delle imprese sarebbe ricollegabile un mero effetto di pubblicità notizia. L'avvenuto deposito, infatti, non servirebbe a rendere il patto opponibile ai terzi - effetto, quest'ultimo, tipico della pubblicità dichiarativa - assolvendo invece alla esclusiva funzione di fornire informazioni accessibili al pubblico. Ne consegue che nessuna incidenza potrà avere l'assolvimento degli obblighi pubblicitari sull'efficacia meramente obbligatoria dei patti parasociali; in particolare, il deposito dei patti non conferirebbe agli stessi un'efficacia reale.

Tali considerazioni potrebbero suggerire l'introduzione di un'apposita disposizione che chiarisca che il deposito ha un mero valore di pubblicità notizia.

Una disposizione di tale tenore sarebbe peraltro perfettamente in linea con i più recenti interventi legislativi⁽⁹⁾ in materia di pubblicità commerciale che testimoniano un "progressivo

(9) Cfr. per tutti l'art. 8, comma 5 della legge 580/93 il quale recita: "L'iscrizione nelle sezioni
(segue...)"

spostamento di attenzione verso gli aspetti informativi rispetto a quelli di pubblicità legale, con una conseguente valorizzazione delle forme di pubblicità notizia rispetto a quelle di pubblicità dichiarativa⁽¹⁰⁾ e dimostrano l'attuale tendenza diretta a creare un sistema generale di registrazione che "si allontana sempre più dal suo carattere tradizionale di strumento di conoscibilità legale, per divenire, a tutti gli effetti, uno strumento di trasparenza del mercato"⁽¹¹⁾.

Da ultimo, si riporta l'attenzione sul termine entro il quale gli obblighi pubblicitari devono essere adempiuti.

Ciò in quanto il termine che può apparire congruo in relazione agli adempimenti connessi al deposito nel registro delle imprese (ad esempio 15 giorni), potrebbe invece rivelarsi troppo lungo rispetto alla comunicazione alla Consob ed alla pubblicazione sulla stampa quotidiana.

In pendenza del suddetto termine, infatti, si potrebbero verificare rilevanti mutamenti negli assetti proprietari e nelle relative coalizioni che meritano di essere, con estrema celerità, comunicati al mercato.

Appare, pertanto, più opportuna la previsione di un termine diverso in relazione alle distinte forme di pubblicità. Un'indicazione in tal senso può essere desunta dalla prassi applicativa dell'art. 10 comma 4 della legge 149/92; quest'ultima, da un lato, ha dimostrato la congruità del termine di cinque giorni previsto per la comunicazione alla Consob, dall'altro, ha evidenziato che il medesimo termine, se riferito alla comunicazione al pubblico, risulta eccessivamente oneroso per le società, ove si considerino le difficoltà di reperire in tempo utile gli spazi sui giornali.

VI. LE SANZIONI PER L'INADEMPIMENTO DEGLI OBBLIGHI PUBBLICITARI

Un altro aspetto da considerare nella regolamentazione dei patti parasociali concerne le sanzioni da predisporre per l'ipotesi in cui i prescritti obblighi pubblicitari siano rimasti inadempiti.

(9) (...segue)
speciali ha funzione di certificazione anagrafica e di pubblicità notizia, oltre agli effetti previsti dalle leggi speciali" e l'art. 1, comma 3 della legge 474/94 che ha espressamente previsto che il "contratto di cessione e l'accordo fra i partecipanti al nucleo stabile, nonché le eventuali modificazioni, devono essere depositate, entro quindici giorni, presso l'Ufficio del Registro delle imprese".

(10) *In tal senso Barachini, "La pubblicità commerciale dopo l'istituzione del Registro delle Imprese", Giur. comm., 1996, I, 273.*

(11) *Barachini, op. cit., 274.*

L'attuale normativa relativa alla pubblicità dei patti parasociali contenuta nella legge 149/92, all'art. 10, prevede due diverse sanzioni: da un lato, l'inefficacia del patto, disposta dal comma 4, per le ipotesi di mancata comunicazione alla Consob, entro cinque giorni dalla stipulazione, di "qualunque patto o accordo che comporti per gli aderenti limitazioni o regolamentazioni del diritto di voto, obblighi o facoltà di preventiva consultazione per l'esercizio dello stesso, obblighi circa il trasferimento di azioni, ovvero qualunque accordo per l'acquisto concertato"; dall'altro, l'inibizione dell'esercizio del diritto di voto inerente alle azioni per le quali è stata omessa la comunicazione con conseguente possibilità di impugnare le delibere assunte con il voto determinante dei soci titolari delle suddette azioni, prevista al comma 5 dello stesso art.10.

Il comma 6, inoltre, con un rinvio al successivo art. 32, prevede la sanzione amministrativa del pagamento di una somma da 25 milioni a 100 milioni di lire per le ipotesi di violazione delle disposizioni contenute nei precedenti commi 4 e 5.

In una prospettiva di riforma, la problematica relativa all'individuazione di un adeguato regime sanzionatorio non si presenta di facile soluzione. Occorre, infatti, preliminarmente evidenziare che qualunque tipologia di sanzione si intenda adottare, sia essa la nullità o l'inefficacia, è destinata a scontrarsi con la difficoltà di individuare i patti che non vengono spontaneamente pubblicizzati.

Ciò premesso, è comunque opportuno rilevare che la scelta di sanzionare l'omessa pubblicità con la nullità del patto non sembra essere la più appropriata.

L'attuale sanzione dell'inefficacia, infatti, appare maggiormente rispondente alle finalità di trasparenza perseguite dalla normativa in esame in quanto consente una sanatoria successiva ove i partecipanti provvedano tardivamente alla pubblicizzazione del patto nelle forme prescritte.

In tal modo verrebbe ad essere incentivata la pubblicazione anche tardiva di quei patti che, pur essendo invalidi, potrebbero di fatto continuare a vincolare i partecipanti all'insaputa del mercato.

Si aggiunga, inoltre, che - come parte della dottrina⁽¹²⁾ ha rilevato - la nullità dei patti parasociali non comunicati, essendo opponibile a tutti e, pertanto, anche alla Consob, impedirebbe a quest'ultima di tener conto dei predetti patti agli effetti dell'individuazione degli azionisti di controllo o di riferimento. La sanzione dell'inefficacia, al contrario, in quanto caratterizzata dalla relatività degli effetti, sarebbe opponibile solo fra soci e non dai soci alla Consob.

Infine, non appare opportuno escludere la sanzione di cui al comma 5, relativa all'inibizione del diritto di voto ed al correlativo potere, riconosciuto anche alla Consob, di impugnare, ai sensi

(12) Galgano, "La clausola di gradimento, i patti parasociali e la categoria dell'inefficacia del contratto", *Contr. e Impr.*, 1997, 901.

dell'art. 2377 c.c., le delibere adottate con il voto determinante delle azioni per le quali non siano stati adempiuti gli obblighi pubblicitari.

Non v'è dubbio che l'incidenza dei patti sulla validità delle delibere assunte col voto determinante di soci vincolati ad un patto non reso pubblico potrebbe aprire la strada ad impugnative pretestuose o, comunque, causare incertezze derivanti dalla possibilità per i soci di concludere i patti anche per fatti concludenti; tuttavia, l'eliminazione del comma 5 non seguita dall'introduzione di sistemi sanzionatori idonei ad incentivare la pubblicazione dei patti, eliminerebbe l'unico, seppure blando, potere di intervento offerto agli altri soci ed all'organo pubblico di controllo per rendere conoscibili le coalizioni di potere.

LA DISCIPLINA DEI RAPPORTI DI GRUPPO^(*)

I. PREMESSA

Il presente documento indica alcune linee guida per una disciplina dei rapporti di gruppo nel Testo unico, muovendo da una valutazione preliminare circa l'utilità di prevedere esplicitamente il fenomeno della direzione unitaria all'interno dei gruppi d'impresa e passando successivamente all'indicazione dei principi e dei contenuti di massima delle norme che si ritiene opportuno vengano emanate. Al termine sono formulate alcune considerazioni in materia di responsabilità degli amministratori nell'ambito del gruppo e di impatto su di essa delle nuove regole.

Le questioni oggetto del presente documento presentano rilevanti connessioni con altri aspetti della normativa in materia di governo societario e mercato mobiliare, ed in particolare con la materia dell'informativa societaria, per le norme disciplinanti la trasparenza della struttura di gruppo, e con la materia del controllo societario/collegio sindacale, per le norme disciplinanti le operazioni infragruppo ed il sistema di controllo interno.

II. LA DIREZIONE UNITARIA ED IL FENOMENO DEL GRUPPO

Come viene riconosciuto da parte della dottrina e dalla più recente Giurisprudenza della Cassazione, elemento distintivo del fenomeno del gruppo sembra essere l'esistenza di una direzione unitaria, concetto con il quale si individua il potere della capogruppo di definire una strategia unitaria da realizzarsi attraverso le direttive che vengono impartite alle controllate. Il fatto che si sia in presenza di un fenomeno configurabile sotto forme diverse ed in vario modo implica la difficoltà di stabilire una volta per tutte in che modo e con quali strumenti la direzione unitaria venga attuata.

Infatti, come si è autorevolmente affermato, la direzione unitaria è un fenomeno di fatto, che non si esprime tanto e solo in formali direttive ed istruzioni, ma in larga misura attraverso operazioni o comportamenti interni ai gruppi. La direzione unitaria, quindi, non si muove secondo schemi prefissati, definibili a priori, come potrebbero essere quelli propri del diritto societario, ma viene

^(*) *Par. I di Paolo M. Salimei e Paola Paterna; par. II, III e IV di Paolo M. Salimei. Si ringraziano per i preziosi spunti Salvatore Providenti e Marco Fumagalli.*

attuata attraverso una pluralità di modalità e di strumenti, che sembrano rilevare più sotto un profilo economico che giuridico⁽¹⁾.

E ancora un altro autore, nel riconoscere nella direzione unitaria il momento genetico dei gruppi, ha rilevato come la stessa consista in un'influenza extra-assembleare "di coordinamento amministrativo e finanziario, di controllo gestionale interno, insomma di attività di governo continuo e non saltuario, con tutte le sfumature, dimensioni ed intensità che essa può assumere". Anche secondo tale indirizzo la direzione unitaria è dunque un concetto fattuale e concreto⁽²⁾.

Altra parte della dottrina ha riconosciuto la rilevanza della direzione unitaria quale elemento distintivo del fenomeno gruppo, negando eccessivo rilievo alla differenza tra le nozioni di gruppo e di controllo societario. Secondo tale impostazione, infatti, se è pur possibile che più imprese siano soggette a direzione unitaria in assenza di una situazione partecipativa riconducibile all'art. 2359 c.c., ciò si avrà in concreto grazie all'esistenza di accordi o altro che comunque consentano all'azionista di riferimento di avere il controllo delle assemblee delle società in questione. Si può, quindi, affermare che ad una situazione di controllo assembleare rispecchiante la previsione dell'art. 2359 c.c. normalmente corrisponda una direzione unitaria del gruppo⁽³⁾.

In merito agli orientamenti assunti dalla giurisprudenza in ordine al fenomeno dei gruppi, sembra potersi rilevare una scarsa propensione a riconoscere valenza giuridica al gruppo nel suo complesso, nella preoccupazione di mettere in crisi l'autonomia delle singole società, comunque dotate di distinta personalità. Un simile rischio è stato avvertito in maniera particolarmente acuta nel contesto delle procedure concorsuali. E' vero che proprio in tale ambito è maggiormente emersa l'iniquità di un diverso trattamento tra i creditori delle diverse società del gruppo, i quali subiscono un rischio di impresa relativo ad una attività economica sostanzialmente unitaria. Ciononostante, la giurisprudenza non è giunta a superare le barriere che separano i patrimoni delle società del gruppo e le rispettive masse dei creditori, in quanto ciò è sembrato incompatibile con l'autonomia delle singole società dotate di personalità giuridica⁽⁴⁾. Una parziale apertura si è avuta con la nota sentenza Caltagirone ove la Suprema Corte ha riconosciuto che l'elemento distintivo del gruppo consiste

(1) Cfr. A. Mignoli, "I quarant'anni della rivista", *I Gruppi di Società, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia, nov.1995, Milano, 1996, p.13.*

(2) Cfr. G. Rossi, "Il fenomeno dei Gruppi ed il diritto societario: un nodo da risolvere", *I Gruppi di Società, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia, nov. 1995, Milano, 1996, p. 34.*

(3) R. Rordorf, "Gruppi di imprese", *Il bilancio consolidato, IPSOA, p. 7.*

(4) R. Rordorf, *op. cit.*, p. 28.

nell'attribuzione all'impresa capogruppo del potere di direzione unitaria delle diverse imprese del gruppo⁽⁵⁾.

Come si vede, il riconoscimento della direzione unitaria come elemento distintivo dei gruppi ha assunto una valenza generale, ma con una serie di differenziazioni e peculiarità che impediscono di individuare una nozione unica del concetto in esame. Una sua definizione normativa è dunque, dagli stessi commentatori citati, sconsigliata.

Alcuni, infatti, hanno sostenuto che una disciplina in generale dei gruppi verrebbe ad incidere negativamente su quella snellezza che è considerata il maggior pregio del fenomeno in esame⁽⁶⁾.

Altra parte della dottrina ha affermato che una disciplina generale dei gruppi tenderebbe, nel fornire tutela ai creditori ed ai soci esterni, a fare del gruppo un unico centro di imputazione di situazioni giuridiche, quasi fosse un'unica società. Ciò determinerebbe uno stravolgimento della natura e delle funzioni del fenomeno, che comporta ed esige l'esistenza di distinti patrimoni e distinte società. L'impossibilità di giungere ad un'unica definizione della direzione unitaria, impone, secondo tale indirizzo, che "normative specifiche si preoccupino di prevedere le nuove fattispecie che la direzione unitaria comporta e nelle quali essa si frantuma in una serie di imposizioni, direttive e comandi che abbracciano ora un aspetto ora un altro dell'amministrazione delle società sottoposte". In conclusione, in base a questo indirizzo, il concetto di direzione unitaria deve essere scomposto ed ogni legge speciale di settore deve valutare quale aspetto rilevi nell'ambito della propria disciplina⁽⁷⁾.

Si consideri che l'ordinamento tedesco, che ha introdotto un'organica disciplina del fenomeno dei gruppi, è stato più volte criticato per l'eccessiva rigidità, al punto che è stata considerata preferibile una maggiore flessibilità, anche a costo di una minore apparente certezza del diritto. Si può, pertanto, affermare che è stato manifestato ampio scetticismo nei confronti di una disciplina analitica dei gruppi a carattere generale, nonostante che la tutela degli azionisti di minoranza e dei creditori, spesso vittime degli abusi cui si presta la struttura di gruppo, rappresenti un aspetto critico meritevole di considerazione.

Inoltre, una disciplina dei gruppi, applicabile esclusivamente a quelli cui appartengono società con titoli negoziati nei mercati regolamentati, creerebbe una sorta di sperequazione tra la generalità delle società di capitali e le società quotate. Ipotizzare una disciplina particolare dei gruppi per le

(5) Cfr. Cass. 26.2.1990, n. 1430.

(6) Cfr. A. Mignoli, "I quarant'anni della rivista", *I Gruppi di Società, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia, nov.1995, Milano, 1996, p.13.*

(7) G. Rossi, *op. cit.*, p. 35.

società quotate potrebbe determinare il risultato di impedire che norme quali quelle sul conflitto d'interessi e principi quali quello della rilevanza dell'interesse della singola società al compimento di determinate operazioni possano trovare applicazione, oltre che per le società in genere, anche per le società quotate.

E' vero che la legge comunitaria per il 1994, contenente la delega al Governo ad emanare un Testo unico della finanza, prevede che in sede di riordino normativo delle materie concernenti gli intermediari, i mercati finanziari e mobiliari e gli altri aspetti comunque connessi, possa essere modificata la disciplina relativa alle società emittenti titoli sui mercati regolamentati, con particolare riferimento, tra l'altro, ai rapporti di gruppo, secondo criteri volti a rafforzare la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza. Tuttavia, non appare opportuno introdurre elementi di asimmetria tra le società in genere e le società quotate, in quanto una simile scelta rischierebbe di tradursi in ulteriori disincentivi alla quotazione, con evidenti effetti negativi sullo spessore del mercato azionario italiano.

Si osservi che il Testo unico bancario, in considerazione delle caratteristiche particolari dell'impresa bancaria (passività liquide a fronte di attività non negoziabili), in virtù delle quali la stabilità diviene un fattore dall'importanza cruciale, ha introdotto una norma contenente un esplicito riconoscimento giuridico della direzione unitaria e del fenomeno del gruppo. Ciononostante, una simile disciplina sembra essere stata dettata nell'esclusivo interesse della stabilità del gruppo bancario, senza che per questo siano state introdotte deroghe ai principi codicistici della responsabilità degli amministratori e del conflitto d'interessi, i quali, pertanto, rimangono applicabili anche ai rapporti interni al gruppo⁽⁸⁾.

In conclusione, si ritiene opportuno intervenire esclusivamente sul versante dell'informativa societaria; infatti, il rafforzamento dell'informativa societaria rappresenterebbe un intervento neutrale rispetto alle diverse opzioni possibili (direzione unitaria o concezione atomistica) e pertanto consentirebbe di raggiungere l'obiettivo di una maggiore trasparenza all'interno del gruppo, senza richiedere, per le società quotate, una modifica radicale della disciplina attuale.

(8) Cfr. T. Padoa-Schioppa, *"Il Gruppo bancario nell'ordinamento creditizio"*, *I Gruppi di Società, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia, nov.1995, Milano, 1996, p. 507 e 519.*

III. I PRESUPPOSTI DI UN INTERVENTO NELL'AMBITO DEL TESTO UNICO

Premesso quanto sopra, la formulazione di proposte al fine di un testo legislativo deve partire da una chiara individuazione dei presupposti e degli obiettivi dell'intervento. Essi sono individuabili nei seguenti:

- a. neutralità delle norme rispetto alla strutturazione dell'attività economica in forma di Gruppo societario piuttosto che di società divisionalizzata;
- b. attenzione alla piena trasparenza su tutte le conseguenze derivanti dall'appartenenza di una società con titoli quotati ad un gruppo;
- c. centralità dei profili informativi, individuando nelle regole di trasparenza lo strumento più idoneo a fronteggiare abusi a danno degli azionisti in presenza di rapporti di gruppo, anche al fine di evitare: (i) troppo evidenti disparità di regime tra gruppi quotati e gruppi non quotati, ad esempio attraverso la previsione di ipotesi esplicite di responsabilità degli amministratori della controllante⁽⁹⁾ e (ii) espliciti riconoscimenti del concetto di direzione unitaria con i conseguenti effetti complessivi a livello della disciplina, anche concorsuale, delle società per azioni;
- d. individuazione del perimetro di Gruppo rilevante ai fini della disciplina con quello dell'art. 26 del D.Lgs 127/91 (norme su bilancio consolidato). Ciò anche in virtù dei vantaggi informativi derivanti dall'omogeneizzazione dell'ambito alle norme già esistenti in tema di contabilità di Gruppo;
- e. coerenza e continuità con quanto già contenuto nella comunicazione Consob del 20.2.97, la quale ha rappresentato una fase propedeutica ai lavori di stesura del Testo unico.

Appare necessario chiarire che le regole concernenti i rapporti di gruppo dovranno essenzialmente preoccuparsi di evitare che gli amministratori e i sindaci utilizzino lo schermo societario per eludere richieste di informazioni in ordine all'attività svolta del gruppo mediante società controllate.

IV. CONTENUTI DI MASSIMA DELLE NUOVE NORME

Sulla base di questi presupposti gli interventi potrebbero limitarsi a norme che:

(9) *La responsabilità nei rapporti infragruppo potrebbe essere comunque influenzata dal nuovo regime, come meglio chiarito nell'ultimo paragrafo del presente documento.*

- definiscano l'ambito del gruppo rilevante facendo ricorso al rapporto di controllo come regolato dalla disciplina sul bilancio consolidato, con il riferimento all'art. 2359, primo comma, n. 1 e 2 e con la previsione della rilevanza di accordi stipulati con altri soci che consentono ad un soggetto di esercitare da solo un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria della società (nell'art. 26, comma secondo, lett. b) del D.Lgs. 127/1991 si parla di accordi con altri soci in base ai quali un'impresa controlla da sola la maggioranza dei diritti di voto). In tale categoria di accordi dovranno altresì rientrare anche quelli che attribuiscono ad un azionista il potere di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori (cfr. art. 1/5-*quinquies* della legge 216/74);
- sulla trasparenza sui rapporti fra le società del gruppo che determinano la presenza di operazioni infragruppo;
- sul regime dei flussi informativi verso la società quotata;
- sulla qualità dei flussi informativi.

IV.1 TRASPARENZA NEI RAPPORTI FRA LE SOCIETÀ DEL GRUPPO CHE DETERMINANO LA PRESENZA DI OPERAZIONI INFRAGRUPPO

Con riferimento alla trasparenza nei rapporti di gruppo, la previsione nella legge di regole specifiche concernenti la trasparenza delle operazioni infragruppo assume particolare rilievo nell'ipotesi di operazioni concluse dalla quotata o da sue controllate con società controllanti o controllate dalla medesima controllante.

E' peraltro evidente che può ipotizzarsi un alto rischio di conflitto d'interesse o di effetti negativi sul patrimonio sociale anche in alcune operazioni fra società controllate dalla quotata, ad esempio qualora una di esse presenti una rilevante presenza di terzi, e, soprattutto, che le regole specifiche proponibili con riferimento alle operazioni infragruppo sono auspicabili anche con riferimento ad altre operazioni "a rischio", come quelle con parti correlate ed inusuali o atipiche indicate nella Comunicazione Consob sui controlli societari del 20.2.1997.

Il problema della trasparenza delle operazioni infragruppo (o "a rischio") può essere a sua volta distinto in due componenti:

- la trasparenza nei confronti degli azionisti e del mercato;
- la trasparenza all'interno della società, nei confronti di organi (consiglio di amministrazione, collegio sindacale) preposti a compiti di controllo.

Per ciò che attiene alla trasparenza nei confronti del mercato occorrerebbe individuare disposizioni centrate su un obbligo della società quotata di riferire con un ordine sistematico sulle operazioni infragruppo che coinvolgono la società ovvero anche (solo) le sue controllanti o controllate.

In proposito sembra necessario che venga posto per legge a carico della società quotata e del soggetto che la controlla un obbligo di informare il pubblico sui fatti che li riguardano non di pubblico dominio ed idonei, se resi pubblici, ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari. In una situazione di tal genere è indispensabile che si crei un sistema di flussi informativi che consenta alla controllante di adempiere agli obblighi di informazione.

Ovviamente il riferimento alle operazioni delle controllanti deve ritenersi limitato a quelle che possano, direttamente o indirettamente, coinvolgere il patrimonio della società quotata o del gruppo ad essa sottostante.

Sulla trasparenza nei confronti degli organi societari possono in primo luogo essere riprese le indicazioni contenute nella Comunicazione Consob del 20.2.1997 sulla trasparenza nei confronti degli amministratori non delegati e dei sindaci.

Con riferimento alle operazioni di società controllate e controllanti potrebbe essere previsto un potere di richiesta in capo agli amministratori ed ai sindaci della quotata nei confronti delle prime, oppure un obbligo specifico di comunicazione da parte delle controllate nei confronti del collegio sindacale della capogruppo quotata avente ad oggetto operazioni infragruppo o ad altre operazioni "a rischio".

IV.2 REGIME DEI FLUSSI INFORMATIVI VERSO LA SOCIETÀ QUOTATA

Il fine dell'intervento è quello di porre in condizione gli amministratori e i sindaci della quotata di disporre di tutte le informazioni necessarie per l'adempimento dei propri obblighi informativi verso l'esterno e, soprattutto per i sindaci, dei propri doveri di vigilanza. L'obiettivo può raggiungersi, in primo luogo, prescrivendo un obbligo in capo ad amministratori e sindaci di controllate e controllante di aderire alle richieste effettuate da amministratori e sindaci della quotata, ed eventualmente anche prevedendo obblighi di comunicazione sistematica alla quotata di determinate operazioni.

Simili previsioni, pur postulando, di fatto, l'esistenza di una direzione unitaria, dovrebbero evitare però di riconoscerla esplicitamente, creando invece una sorta di "direzione unitaria informativa" in capo alla *holding*. Un simile intervento non implica di per sé alcuna assunzione diretta di responsabilità degli amministratori e sindaci della capogruppo in merito alle scelte gestionali poste in essere dagli amministratori delle controllate.

Tuttavia, porre come obbligatorio il flusso informativo⁽¹⁰⁾, rendendo di più immediata trasparenza l'operato degli amministratori delle controllate, enfatizza il ruolo e la funzione di "vigilanza", e quindi di "reazione", a cui sono tenuti gli amministratori della capogruppo. Sugli effetti che tale innovazione comporta sotto il profilo della responsabilità si rinvia al successivo paragrafo.

Infine, con riferimento alla qualità dei flussi informativi, tale obiettivo potrebbe essere raggiunto ponendo in capo agli amministratori della capogruppo quotata il dovere di istituire e mantenere una funzione di controllo interno (sostanzialmente) di gruppo, funzionale al controllo e al monitoraggio dei flussi informativi relativi alla società quotata e al gruppo ad essa facente capo. Il corretto esercizio di tale funzione potrebbe essere verificato dal collegio sindacale; quest'ultimo, inoltre, potrebbe riferire dell'esito di tale attività all'assemblea.

V. LA RESPONSABILITÀ DEGLI AMMINISTRATORI DELLA CONTROLLANTE

Quanto osservato in tema di direzione unitaria pone la necessità di affrontare la questione della responsabilità degli amministratori della capogruppo per gli atti pregiudizievoli per la controllata posti in essere dagli amministratori della stessa in esecuzione di una direttiva impartita dalla capogruppo.

Parte della dottrina, pur in assenza di una disciplina di diritto comune dei gruppi, ha ricostruito una forma di responsabilità a carico degli amministratori della controllante. Tale ricostruzione è derivata da una particolare interpretazione dell'art. 3, della legge 26/1979 (cosiddetta legge Prodi), che, come noto, prevede che nel caso in cui si sia in presenza di un potere di direzione unitaria, gli amministratori della società che esercitano tale direzione rispondono in solido con gli amministratori della società controllata in amministrazione straordinaria dei danni da quest'ultimi cagionati alla società stessa.

Secondo tale impostazione, la norma in commento pone la necessità di verificare il tipo di responsabilità che gli amministratori della controllante assumono, per capire se si tratti di una responsabilità per fatto proprio⁽¹¹⁾ oppure se si tratti di una responsabilità di tipo oggettivo⁽¹²⁾, che

(10) *Permane in realtà il problema dell'applicabilità della norma nei confronti di subsidiary incorporate in paesi esteri. Anche in recenti casi si è verificato come le legislazioni estere possano comunque formare uno scudo impenetrabile non solo per gli azionisti, ma spesso anche per la magistratura italiana.*

(11) *Cfr. F. Bonelli, "Gli amministratori di società per azioni", Giuffrè, 1985; P.G. Jager, "La (segue...)*

si sostanzia in una automatica riconduzione, nella sfera degli amministratori della capogruppo, delle responsabilità in cui possono essere incorsi gli amministratori della controllata. Infatti, se nel primo caso si può parlare di una forma di responsabilità che si colloca nell'ambito del sistema generale della responsabilità degli amministratori, quale doveva ritenersi preesistente all'art. 3 della Legge Prodi, e può trovare applicazione anche al di fuori della procedura concorsuale per la quale è stata immaginata dal legislatore, nel secondo caso si deve affermare che la disposizione introduce una forma atipica di garanzia per determinate fattispecie e che, trattandosi di una norma eccezionale, non è suscettibile di interpretazione estensiva o analogica.

La dottrina che ha individuato nella disposizione in commento l'affermazione di una forma di responsabilità personale e diretta degli amministratori della capogruppo ed ha ricondotto, come detto, tale responsabilità nel sistema generale della responsabilità degli amministratori, ritenendo possibile estendere i principi esaminati anche in situazioni in cui la controllata sia *in bonis*, si è preoccupata, inoltre, di appurare se la responsabilità di che trattasi debba essere ricondotta alla clausola generale di cui all'art. 2043 c.c. (responsabilità extracontrattuale)⁽¹³⁾ o se sia possibile parlare di una forma di responsabilità contrattuale⁽¹⁴⁾. Nel primo caso si deve ritenere che attraverso l'abuso della direzione unitaria si sia violata la posizione giuridica della società controllata, qualificabile come diritto assoluto, e che tra tale posizione e chi esercita la direzione unitaria non vi sia alcuna correlazione derivante da un rapporto obbligatorio. Al contrario, nel secondo caso si è affermata l'esistenza, in capo al soggetto che esercita la direzione unitaria, di uno specifico dovere di esercitare i poteri di direzione e controllo secondo le regole della correttezza e della buona fede di cui all'art. 1175 c.c.: il richiamo a tale disposizione è possibile solo se si presuppone l'esistenza di un rapporto obbligatorio tra capogruppo e controllate, che si sostanzia nell'obbligo degli amministratori della prima di perseguire l'interesse delle seconde⁽¹⁵⁾.

(11) (...segue)
responsabilità solidale degli amministratori della capogruppo nella legge sull'amministrazione straordinaria, Giur. Comm., 1981; Abbadessa, "I gruppi di società nel diritto italiano", *Gruppi di società, a cura di Pavone La Rosa, Bologna, 113 e ss.*; L.A. Rovelli, "La responsabilità della società controllante e dei suoi amministratori: condizioni e limiti", intervento al Convegno "Gruppi: disciplina ed evoluzione", Milano, 4,5 e 6 giugno 1997.

(12) L. Buttaro, "La responsabilità degli amministratori della capogruppo", *I gruppi di società, atti del Convegno internazionale di studi, Milano, 1996*.

(13) Cfr. tra gli altri, P.G. Jager, "Direzione unitaria di gruppo e responsabilità degli amministratori", *Riv. soc.*, 1995, 818 e ss..

(14) Cfr. F. Bonelli, *op. cit.* 269 e ss.; Abbadessa, *op. cit.* 144 e ss.

(15) Cfr. Abbadessa, *op. cit.*, 144 e ss.

In questa sede non sembra necessario approfondire le caratteristiche dei due tipi di responsabilità in argomento: giova solo rammentare che tra le due forme di responsabilità esistono importanti differenze relativamente ad un argomento di estrema importanza quale è quello dell'onere della prova, che nel caso di responsabilità contrattuale impone al creditore solamente la prova dell'inadempimento e del danno da esso derivante, senza che sia richiesta la prova della colpa dell'obbligato.

Come si è detto, all'interpretazione estensiva prospettata la dottrina è giunta, pur nell'assenza di una disciplina di diritto comune che superi - in tema di responsabilità degli amministratori - la concezione atomistica, sulla base delle citate disposizioni in tema di amministrazione straordinaria delle cosiddette grandi imprese in crisi.

La previsione di una serie di disposizioni volte ad individuare alcuni obblighi di informativa nell'ambito dei rapporti infragruppo, seppure nei limiti definiti dalla delega, potrebbe indurre a rafforzare la direzione unitaria della capogruppo, anche in assenza di una espressa previsione. E' probabile che da ciò la dottrina che afferma l'esistenza della responsabilità degli amministratori della capogruppo per i danni arrecati alla controllata dagli amministratori di questa che abbiano agito in esecuzione delle direttive impartite, trovi un ulteriore argomento per affermare la menzionata responsabilità. Tale possibilità non sembra peraltro incidere sull'opzione di fondo che è nel senso di non intervenire riguardo al profilo delle responsabilità degli amministratori della controllante.

Detta scelta verrebbe ad essere giustificata anche dall'esigenza di evitare rilevanti disparità di trattamento tra società quotate e società non quotate con azionariato diffuso. Infatti, l'eventuale esplicita affermazione della responsabilità degli amministratori della controllante nell'ipotesi sopra delineata riguarderebbe, secondo l'ambito della delega, esclusivamente gli azionisti delle controllate quotate, in quanto solo nei confronti di tali soggetti potrebbe pervenirsi ad un ampliamento della sfera dei soggetti responsabili dei danni arrecati alla società, giungendo a fornire riconoscimento, in termini di responsabilità, a ciò che viene riconosciuto (implicitamente) in termini di poteri ed (esplicitamente) in materia di informativa. Non vi è dubbio che ciò comporterebbe una disparità di trattamento tra società quotate e società non quotate con azionariato diffuso, nell'ambito delle quali non si verrebbero a porre questioni di ampliamento dei soggetti responsabili, nonché una sperequazione delle posizioni dei creditori sociali rispetto agli azionisti.

La non occorrenza di norme specifiche in materia di responsabilità degli amministratori di società controllanti società quotate risulta maggiormente evidente alla luce del rafforzamento della tutela endosocietaria degli interessi degli azionisti di minoranza che verrebbe comunque realizzato con il complessivo intervento riformatore previsto in sede di Testo unico. Tale rafforzamento è in particolare realizzato con la nuova disciplina del collegio sindacale, dotato di poteri più ampi, fra cui quello di denuncia al tribunale in caso di sospetto di gravi irregolarità commesse dagli

amministratori, ed eletto con voto di lista, nonché con la disciplina sopra ipotizzata in materia di trasparenza sulle operazioni infragruppo.

Un ulteriore rafforzamento è probabilmente da individuarsi in una riforma dell'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori della società come definita nel codice civile (art. 2393 c.c.). Tale riforma dovrà incidere sulla legittimazione attiva all'azione sociale di responsabilità, nel senso di non limitare tale prerogativa alla maggioranza, consentendo l'azione ad una minoranza qualificata; sull'onere della prova, con ipotesi di inversione a favore degli attori con i limiti necessari ad evitare abusi a danno della società e della maggioranza; sui costi dell'azione. Si renderà in tal modo sostanzialmente possibile l'esercizio dell'azione di responsabilità anche al di fuori di procedure concorsuali, che rappresentano le uniche ipotesi nelle quali si è finora verificata la promozione di azioni sociali di responsabilità

Rimarrebbe affidata alla giurisprudenza l'eventuale estensione dei soggetti passivi dell'azione di responsabilità anche agli amministratori della controllante o alla controllante stessa in casi specifici.

In ogni caso, la previsione di poteri degli amministratori della controllante quotata sulle società controllate, seppure limitati a profili informativi, pone il problema dell'individuazione di un ambito di responsabilità di tali amministratori nei confronti della propria società nell'ipotesi di pregiudizio arrecato alla medesima in conseguenza della *mala gestio* della controllata.

La configurabilità di una responsabilità di tal genere appare conseguenza inevitabile dell'attribuzione agli amministratori della controllante dei poteri informativi sopra prospettati. Ovviamente, la responsabilità conseguirebbe innanzitutto al mancato esercizio di tali poteri in tutti i casi in cui ciò risulti necessario; è d'altra parte probabile che la responsabilità possa essere estesa a tutti quei comportamenti che in presenza dei suddetti poteri informativi non corrispondono a principi di buona amministrazione.

IPOTESI DI DISCIPLINA DELLE DELEGHE DI VOTO^(*)

I. PREMESSA

Nelle società di maggiori dimensioni e con azionariato diffuso, fenomeni ricorrenti, connessi alla marginalità della quota del capitale sociale posseduta singolarmente dai cosiddetti azionisti-risparmiatori, sono l'assenteismo dalle assemblee ed il disinteresse ad una diretta partecipazione alle stesse. Tali situazioni si verificano essenzialmente per due ragioni. In primo luogo, gli oneri connessi all'intervento in assemblea sono eccessivi rispetto ai benefici che potrebbero derivare dall'eventuale partecipazione all'adunanza: ciò costituisce un evidente disincentivo alla personale partecipazione del piccolo azionista alle assemblee della società. In secondo luogo, tali azionisti, possedendo ciascuno quote di capitale irrilevanti ai fini della determinazione della volontà sociale, non hanno interesse ad esercitare il diritto di voto loro spettante.

Posto che uno degli obiettivi primari del Testo unico della finanza è, a norma dell'art. 21, comma 4, della legge 52/1996, quello del rafforzamento della tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza, si ritiene necessario predisporre strumenti normativi che consentano di superare gli ostacoli alla partecipazione degli azionisti-risparmiatori alle assemblee societarie.

A tale riguardo occorre premettere che, sotto un profilo astratto, gli strumenti tecnicamente idonei a perseguire tale finalità sono il voto per corrispondenza ed il voto per delega nelle sue possibili configurazioni (rappresentanza in assemblea *ex artt.* 2372 e 2534, sollecitazione e raccolta di deleghe di voto).

L'istituto che oltre ad agevolare l'esercizio del diritto di voto da parte del socio, evitandogli di sopportare i disagi connessi alla partecipazione fisica all'assemblea (finalità comune a tutti gli strumenti sopra menzionati), è in grado di assicurare una consapevole partecipazione degli azionisti minori alle decisioni della società e di favorire la partecipazione alle scelte strategiche della società attraverso l'aggregazione nella medesima direzione delle espressioni di voto, per quanto innanzi si dirà, è quello delle deleghe di voto.

Occorre peraltro precisare che le modalità attraverso le quali dette finalità sono perseguite sono astrattamente riconducibili a due modelli.

^(*) di Roberto Rizzi.

Il primo è quello adottato (anche se non applicato in maniera rigorosa) in Germania dove le banche sono obbligate a chiedere istruzioni al cliente e, in mancanza di queste ultime, a votare, comunque nell'interesse del cliente, nel modo da esse proposto. In tal caso il delegato (la banca) opera in qualità di gestore dell'interesse del socio delegante.

Il secondo, invece, è il modello statunitense e si fonda sull'interesse egoistico di colui che promuove la sollecitazione. Attraverso il tentativo di creare consenso intorno alle proposte di voto stabilite dal committente, indirettamente si agevola l'espressione del voto da parte dei piccoli azionisti a ciò indotti anche dalla maggiore informazione sugli argomenti in discussione nell'adunanza.

II. DISCIPLINA VIGENTE E ALTRE PROPOSTE DI RIFORMA

Con riguardo alle società con azioni quotate in borsa, che rappresentano il campo naturale di applicazione dei meccanismi di rappresentanza nelle assemblee, la disciplina codicistica prevede, a seconda del tipo di società (Spa o società cooperativa), limiti particolarmente stringenti che non consentono di perseguire gli obiettivi sopra menzionati.

In particolare, per tutte le società per azioni, l'art. 2372 c.c., così come modificato dalla legge 216/74, stabilisce il principio della possibilità della rappresentanza in assemblea, salva disposizione contraria dell'atto costitutivo. I soci, infatti, possano farsi rappresentare conferendo per iscritto, ad un soggetto determinato diverso da quelli indicati nel comma 4 (amministratori, sindaci, dipendenti della società, società controllate, amministratori, sindaci e dipendenti di queste ultime, aziende o istituti di credito), il potere di rappresentanza per singole assemblee, con effetto anche per le convocazioni successive, e a condizione che la relativa documentazione sia conservata presso la società; inoltre, limitatamente alle Spa quotate in borsa, la stessa disposizione prevede che la medesima persona non possa rappresentare più di un determinato numero di soci, fissato in relazione all'ammontare del capitale sociale.

Per le società cooperative è previsto (art. 2534 c.c.) che il socio non possa farsi rappresentare nelle assemblee se non da un altro socio e nei casi previsti dall'atto costitutivo e che nessun socio possa rappresentare più di cinque soci.

L'esistenza di limitazioni così forti all'attribuzione, da parte del socio, del potere di farsi rappresentare in assemblea e la non omogeneità della relativa disciplina tra i tipi di società rendono evidente l'inadeguatezza dell'attuale regolamentazione dell'istituto soprattutto per le società ove è presente una forte polverizzazione dell'azionariato.

L'esigenza di intervenire sul punto, peraltro, è stata più volte manifestata in proposte di legge di iniziativa parlamentare. Le proposte più recenti sono: Parlato *et al.*, Norme per la diffusione dell'azionariato tra i dipendenti degli enti e delle società a partecipazione statale oggetto di privatizzazione, 4.5.1994, n. 438; Parlato *et al.*, Norme per favorire l'azionariato degli utenti dei servizi e forniture erogati da enti, aziende e società, 4.5.1994, n. 439; Malvezzi *et al.*, Norme per la partecipazione dei piccoli azionisti e dei dipendenti-azionisti negli organi delle società per azioni, 25.5.1994, n. 587; Turci, Disciplina del voto per delega nelle assemblee delle società per azioni, 4.8.1994, n. 1135; Turci *et al.*, Norme in materia di rappresentanza dei dipendenti-azionisti nei consigli di amministrazione delle società, 25.10.1994, n. 1507; Castellazzi *et al.*, Norme in materia di sollecitazione e raccolta delle procure di voto, 3.3.1995, n. 2146; Nuove norme in materia di voto per delega e raccomandazioni di voto nelle assemblee delle società per azioni (Testo unificato delle proposte 438, 439, 587, 1135, 1507, 2146), 19.7.1995; Balocchi *et al.*, Norme a tutela dell'azionariato di minoranza in materia di sollecitazione e raccolta di procure di voto, 9.5.1996, n. 500; Ballaman *et al.*, Nuove norme in materia di voto per delega e raccomandazione di voto nelle assemblee delle società per azioni, 5.8.1996, n. 21448; Turci, Norme in materia di voto per delega e raccomandazione di voto nelle assemblee delle società per azioni, 16.10.1996, n. 2496; Pivetti, Norme per la partecipazione e la rappresentanza dei dipendenti-azionisti, 16.10.1996, n. 2499; Urso *et al.*, Norme per la diffusione dell'azionariato tra i dipendenti delle società per azioni costituite per effetto della privatizzazione degli enti pubblici e delle società a partecipazione pubblica, 7.11.1996, n. 2661.

Al fine di favorire la partecipazione degli azionisti marginali alle scelte strategiche della società potrebbe essere adottata una disciplina del voto per delega che, per sfruttare appieno le qualità dei modelli sopra descritti, li recepisca entrambi. In primo luogo, potrebbe prevedersi la possibilità per il socio di attribuire, fuori dall'ambito di applicazione della disciplina comune di cui agli art. 2372 e 2534 c.c., il potere di farsi rappresentare in assemblea aderendo in modo consapevole ad una iniziativa promossa da altri.

Il conferimento di detto potere dovrebbe realizzarsi in conseguenza di una «sollecitazione» effettuata, su incarico di un azionista la cui partecipazione sociale soddisfi determinati requisiti (cosiddetto «committente»), da un intermediario. In tal caso, sulla base delle informazioni contenute nel «prospetto di delega», ciascun azionista avrebbe la possibilità di aderire all'iniziativa del committente conferendo la delega ad esprimere il voto nel modo stabilito da quest'ultimo soggetto. L'azionista, quindi, non avrebbe la possibilità di scegliere la direzione del voto: la circostanza che la sollecitazione è promossa per il perseguimento di interessi egoistici del committente, infatti, rende concettualmente non configurabile il sistema cosiddetto della *two way proxy*.

In secondo luogo, l'attribuzione del potere potrebbe avvenire a seguito di un'attività di «raccolta di deleghe» posta in essere da una «associazione di azionisti» che presenti determinate

caratteristiche. In tale evenienza, l'emananda disciplina sarebbe volta a tutelare gli interessi degli associati, facilitando l'espressione del voto. Coerentemente con la finalità che l'istituto persegue, dovrebbe in ogni caso essere consentito all'associato di esprimere il voto anche in modo difforme da quello eventualmente proposto dall'associazione.

III. IPOTESI DI DISCIPLINA DELLE DELEGHE DI VOTO DA INSERIRE NEL TESTO UNICO DELLA FINANZA

III.1 DEFINIZIONI

L'introduzione nell'ordinamento di settore delle società con azioni negoziate in mercati regolamentati, rappresentando una novità, rende opportuna l'introduzione di una norma che puntualizzi, in modo inequivoco, il significato dei termini e delle formule utilizzate.

In particolare, sembra necessario chiarire che per "delega di voto" si intende il conferimento della rappresentanza per l'esercizio del voto nelle assemblee delle società emittenti; per "sollecitazione", la richiesta di conferimento di deleghe di voto rivolta alla generalità degli azionisti; per "raccolta di deleghe", la richiesta di conferimento di deleghe di voto effettuata dalle associazioni di azionisti esclusivamente nei confronti dei propri associati; per "committente", il soggetto che promuove la sollecitazione avvalendosi di uno o più intermediari; per "prospetto di delega", il documento informativo da rendere pubblico prima di procedere alla sollecitazione.

III.2 AMBITO DI APPLICAZIONE

L'istituto delle deleghe di voto, per la funzione che è volto a perseguire, deve essere applicabile a tutte le società le cui azioni sono negoziate nei mercati regolamentati ed indipendentemente dalla forma giuridica che tali società hanno. Pertanto, appare necessario che l'emananda disciplina riguardi sia le società per azioni (che costituiscono, attualmente, la gran parte tra le società con azioni quotate) sia le società cooperative (forma nella quale sono costituite le banche popolari).

L'estensione alle società del tipo da ultimo menzionato si giustifica tenendo conto del fatto che l'istituto in parola, essendo volto ad incrementare l'interesse alle scelte strategiche della società e alla riduzione dei costi per l'espressione del voto a carico dell'azionista, deve essere applicabile a tutte le società le cui azioni sono negoziate in mercati regolamentati, indipendentemente dalla forma giuridica assunta.

Si creerebbe, altrimenti, all'interno di un mercato regolamentato in modo unitario, una situazione di disparità di trattamento tra azionisti avente causa esclusivamente nel tipo di società partecipata.

L'eventuale esclusione delle società cooperative dall'ambito della disciplina delle deleghe di voto, peraltro, non potrebbe essere argomentata sul preteso stravolgimento del principio del voto capitario in quanto le norme che saranno emanate non influirebbero in alcun modo su tale profilo.

Occorre poi chiarire il rapporto tra la disciplina codicistica e quella da emanarsi col Testo unico. A tale proposito sembra necessario chiarire che l'emananda disciplina opera in deroga a quella dettata dal codice civile. Ciò comporta che laddove venga svolta un'attività di sollecitazione (cioè la richiesta di conferimento di deleghe rivolta alla generalità degli azionisti o ad un numero di essi superiore ai limiti fissati dal quinto comma dell'art. 2372 c.c.) ovvero una raccolta di deleghe, l'unica disciplina applicabile sarà quella contenuta nel Testo unico, indipendentemente dal numero di azionisti deleganti.

Così strutturata la disciplina del voto per delega non porrebbe neanche problemi di coordinamento con la previsione codicistica in base alla quale l'atto costitutivo può escludere o limitare la rappresentanza in assemblea. Trattandosi infatti di un istituto diverso dalla rappresentanza in assemblea prevista dal codice civile e, per di più, operando lo stesso in deroga alla disciplina codicistica, il voto per delega è destinato ad operare su un piano diverso che non verrebbe ad essere influenzato dalla presenza di eventuali clausole dell'atto costitutivo limitatrici della facoltà del socio di farsi rappresentare in assemblea. Tuttavia, al fine di ottimizzare l'impiego degli strumenti che facilitano l'espressione del voto in assemblea e di non privilegiare, già sul piano normativo, l'utilizzazione di strumenti per alcuni aspetti simili, sarebbe opportuno prevedere l'inefficacia delle clausole del tipo appena menzionato.

III.3 SOLLECITAZIONE

La sollecitazione è l'attività attraverso la quale il committente richiede ai soci il conferimento delle deleghe di voto. Tale attività deve essere esercitata mediante la diffusione di un prospetto e di un modulo di delega. Al fine di individuare gli elementi strutturali e le modalità di svolgimento della attività di sollecitazione occorre distinguere due fasi. Da un lato, vi è quella dell'iniziativa, riservata al committente, dall'altro quella dello svolgimento materiale dell'attività di sollecitazione, di competenza esclusiva di un intermediario.

La scelta in favore del necessario intervento dell'intermediario nella procedura di sollecitazione è fondata su una serie di considerazioni.

In primo luogo, vi sono ragioni meramente tecniche: l'intermediario è, infatti, il soggetto maggiormente in grado di svolgere in modo efficiente l'attività di sollecitazione essendo professionalmente attrezzato ed organizzato.

In secondo luogo, contribuisce alla scelta della canalizzazione delle attività di sollecitazione verso soggetti qualificati, la considerazione che il regime di vigilanza cui sono già soggetti (come nel caso delle imprese di investimento e delle banche autorizzate a svolgere servizi di investimento ai sensi del D.Lgs. 415/1996) o a cui potrebbero essere soggetti gli intermediari (come nel caso delle cosiddette società di *proxy*), nonché i requisiti di professionalità e onorabilità che dovranno essere posseduti dagli esponenti aziendali, offrono particolari garanzie in ordine al corretto svolgimento delle procedure di sollecitazione.

Infine, l'intermediario appare il soggetto più idoneo a verificare l'identità degli azionisti deleganti e la consistenza della partecipazione in relazione alla quale viene conferita la delega di voto. La sollecitazione dovrà essere svolta solo per conto terzi e non potrà essere esercitata quando l'intermediario fa parte del gruppo di appartenenza del committente o della società emittente. Tali cautele si impongono in ragione del fatto che l'indipendenza dell'intermediario, tanto rispetto al committente quanto rispetto alla società emittente, è garanzia per gli azionisti deleganti. Inoltre, il divieto di svolgimento per conto proprio della sollecitazione attenua i rischi di commistione tra intermediari bancari e sistema imprenditoriale.

Il voto relativo alle azioni per le quali è stata rilasciata la delega dovrà essere esercitato, in via esclusiva, dall'intermediario che ha sollecitato il conferimento. Quest'ultimo, inoltre, dovrà adempiere personalmente l'incarico ricevuto, non potendolo affidare a terzi.

Allo scopo di garantire che la disciplina delle deleghe di voto sia concretamente volta ad agevolare la fattiva partecipazione alle scelte strategiche della società da parte dei piccoli azionisti, si ritiene opportuno porre il divieto, assistito da una congrua sanzione, di offrire o corrispondere all'azionista, anche in via indiretta, danaro o altra utilità per ottenere da questi il conferimento del potere rappresentativo.

Al fine di evitare il rischio della contemporanea utilizzazione del meccanismo di rappresentanza in assemblea previsto dal codice civile (articoli 2372 e 2534 c.c.) e di quello disciplinato in sede di Testo unico, sembra necessario imporre il divieto per il committente di ricevere deleghe dal momento in cui inizia la procedura di sollecitazione.

III.4 COMMITTENTE

Come in precedenza chiarito, il "committente" è il soggetto che richiede il conferimento delle deleghe alla generalità degli azionisti della società emittente. Non tutti i soggetti sembrano idonei ad assumere la qualità di committente: la possibilità di promuovere la sollecitazione deve essere riservata solo a soggetti portatori di un interesse qualificato alla partecipazione alle decisioni assembleari e sufficientemente stabile nel tempo. Si ritiene che detto interesse sussista solo al ricorrere di determinati requisiti in capo al committente.

In primo luogo, dovrebbe prevedersi che un'operazione di richiesta di conferimento di deleghe possa essere promossa solo da soggetti che siano proprietari di azioni con diritto di voto nell'assemblea per la quale è richiesta la delega. A tale riguardo sembrano possibili due alternative. La prima è quella di richiedere il possesso di una percentuale minima del capitale sociale per poter operare in qualità di committente. La seconda, invece, è quella di abilitare qualsiasi azionista a porre in essere una sollecitazione di deleghe di voto limitando al contempo la raccolta di deleghe all'ammontare risultante dall'applicazione di un moltiplicatore al numero di azioni di sua proprietà. Entrambe le scelte hanno come presupposto l'esistenza per il committente di un preciso interesse ad ottenere il conferimento delle deleghe di voto.

La prima opzione costituisce un sistema di verifica dell'abilitazione a porre in essere la sollecitazione che ha il pregio di rendere estremamente agevole la verifica in ordine al possesso dei requisiti prescritti dalla legge.

La stessa troverebbe fondamento nella considerazione che l'utilizzazione delle deleghe di voto è idonea ad apportare vantaggi al committente solo nelle ipotesi in cui la sua partecipazione azionaria non sia del tutto marginale. Conseguentemente, occorrerebbe fissare uno sbarramento a tutte quelle iniziative destinate a non incidere in alcun modo sulle decisioni assembleari. Tale soglia potrebbe essere fissata all'1 per cento del capitale sociale. Al fine di agevolare il raggiungimento di questa percentuale potrebbe consentirsi a più azionisti di operare congiuntamente. Escludere tale possibilità significherebbe implicitamente abilitare alla promozione della sollecitazione solo gli investitori rilevanti, spesso istituzionali, nonché precludere, senza rilevanti motivazioni, tale attività ad aggregazioni di piccoli azionisti (siano o meno costituite in associazioni).

La soluzione appena illustrata, però, senza la contestuale attribuzione alla Consob del potere di stabilire percentuali di capitale inferiori, renderebbe problematica la promozione di sollecitazioni di deleghe di voto in società di grandi dimensioni e con azionariato particolarmente diffuso (anche laddove si consentisse di sommare le partecipazioni detenute da più soggetti per assumere la qualità di committente). La stessa, inoltre, ha il difetto di non porre limiti alla quantità di deleghe raccogliabili.

Per converso, la seconda opzione non prevede come requisito di legittimazione il possesso di un quantitativo minimo di azioni, ma può costituire un serio limite all'aggregazione dei consensi, a meno che il committente non parta da una partecipazione sociale particolarmente consistente.

In ogni caso, al fine di evitare iniziative motivate da esclusivi intenti speculativi, deve prevedersi che il committente sia proprietario delle azioni che lo legittimano alla promozione della sollecitazione da almeno tre mesi. Tale durata è peraltro coerente con quanto si propone con riguardo alle associazioni di azionisti. In tale ambito, infatti, prevedendo che l'associazione possa operare, possedendone i requisiti, come committente, allo scopo di rendere omogenea la condizione temporale

per poter procedere alla sollecitazione, sembra opportuno prevedere una uguale durata sia per il possesso azionario che per la durata minima dell'associazione. Tale identità del termine vale ad evitare, inoltre, che lo strumento della raccolta di deleghe possa essere usato, in alternativa alla sollecitazione, in quelle ipotesi in cui il committente non è proprietario da almeno tre mesi delle azioni.

Allo scopo di facilitare la sollecitazione delle deleghe di voto anche da parte degli organismi di investimento collettivi ed in particolare da parte delle società di gestione di fondi comuni di investimento in valori mobiliari e dei fondi pensione, è opportuno prevedere che i requisiti necessari per promuovere la sollecitazione possano essere posseduti dai fondi.

III.5 SOGGETTI ABILITATI ALLA SOLLECITAZIONE

Per le ragioni sopra evidenziate, si ritiene di dover imporre che l'attività di sollecitazione venga riservata agli intermediari. Oltre ai soggetti tipicamente operanti nel settore dell'intermediazione, quali le imprese di investimento e le banche autorizzate a svolgere servizi di investimento ai sensi del decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415, alle società di gestione di fondi comuni di investimento in valori mobiliari e alle società di investimento a capitale variabile, sembra opportuno prevedere tra i soggetti abilitati a svolgere la sollecitazione anche le cosiddette società di *proxy* cioè società di capitali il cui statuto abbia ad oggetto esclusivo l'attività di sollecitazione o attività a questa connesse o strumentali. Nei confronti di tali società, infatti, vi è un notevole interesse degli operatori nel mercato.

In ogni caso, appare necessario prevedere che gli esponenti aziendali di tali società siano in possesso di requisiti di professionalità ed onorabilità analoghi a quelli richiesti per gli omologhi soggetti delle imprese di investimento.

Occorre inoltre prevedere espressamente che i soggetti abilitati possano svolgere l'attività di sollecitazione esclusivamente per conto terzi. La ragione per la quale si ritiene di escludere che detti soggetti possano assumere la posizione di committente verso se stessi è quella di evitare pericolose commistioni tra gli intermediari bancari ed il settore delle imprese: attraverso operazioni di raccolta deleghe, semplificate dal fatto che non ci sarebbero gli oneri connessi all'intervento di un intermediario terzo, sarebbe estremamente agevole l'incetta di deleghe e, dunque, eccessivi i rischi di commistione.

III.6 ASSOCIAZIONI DI AZIONISTI

Preliminarmente, si evidenzia che in alcune delle proposte di legge di iniziativa parlamentare si è utilizzata la formula «associazione dei dipendenti azionisti». La preferenza per tale formula è stata giustificata affermando che il programma di privatizzazioni in corso rende necessario assicurare una fattiva partecipazione alle scelte della società agli azionisti che siano anche dipendenti della società.

Sembra, tuttavia, non opportuno settorializzare la disciplina delle associazioni fra azionisti creando ingiustificate disparità di trattamento all'interno della compagine sociale: appare quindi preferibile che l'emananda disciplina utilizzi la più ampia dizione «associazione di azionisti», idonea a comprendere tanto i piccoli azionisti qualificati dall'ulteriore requisito dell'essere dipendenti della società, quanto gli azionisti in possesso di medesime quote di capitale ma sprovvisti di quell'ulteriore requisito.

L'associazione tra azionisti è, dunque, una aggregazione di piccoli azionisti singolarmente sprovvisti dei requisiti per poter provvedere in via autonoma alla sollecitazione delle deleghe di voto.

A tali associazioni dovrà essere consentito di raccogliere liberamente le deleghe tra i propri associati attraverso una procedura semplificata, ovvero agire come normali committenti, in tal caso coadiuvati da un intermediario. Per poter svolgere tali attività dovranno sussistere determinate condizioni, alcune riguardanti l'associazione in quanto tale, altre, invece, riferite agli associati.

Con riguardo al primo profilo, l'associazione dovrà essere dotata di una apprezzabile stabilità nel tempo al fine di escludere la costituzione di associazioni per finalità contingenti e/o speculative. La durata minima, per le ragioni indicate al punto III.4, è opportuno fissarla in tre mesi, calcolata facendo riferimento alla data fissata per l'assemblea.

Per garantire una sufficiente pubblicità alla costituzione dell'associazione occorre prevedere (in considerazione del fatto che per le associazioni non riconosciute, quali sarebbero quelle di che trattasi, non è prevista una particolare forma per l'atto costitutivo) che l'atto costitutivo abbia almeno la forma della scrittura privata autenticata.

L'associazione, inoltre, dovrà essere statutariamente priva del fine di lucro nonché astenersi dall'esercitare attività commerciale se non in modo occasionale e comunque a condizione che tale eventuale attività sia strumentale al raggiungimento dello scopo associativo.

Infine, dovrà essere composta da un numero minimo di persone fisiche: tale puntualizzazione sembra necessaria a garantire la finalità dell'associazione di aggregare l'azionariato marginale. La soglia minima potrebbe essere fissata in cinquanta unità, in conformità alle previsioni contenute in alcune proposte parlamentari (Ballaman *et al.*, Turci *et al.*, Parlato *et al.*).

Con riguardo al secondo profilo, e cioè quello relativo ai requisiti concernenti gli associati, la disciplina dovrà essere coerente con l'obiettivo di agevolare l'aggregazione dell'azionariato «marginale». A tale scopo dovrà prevedersi, in primo luogo, che gli associati (persone fisiche) siano in numero non inferiore a cinquanta; in secondo luogo, che tali soci, singolarmente, debbano essere proprietari, direttamente o indirettamente, di un quantitativo di azioni della società emittente non superiore allo 0,1 per cento delle azioni con diritto di voto. A tale riguardo si precisa che il limite quantitativo alla quota di capitale deve essere un limite assoluto e non riguardare solo le azioni apportate all'associazione. Inoltre, al fine di attribuire all'associazione un ruolo non del tutto trascurabile nelle assemblee, si è stabilito che gli associati complessivamente rappresentino almeno lo 0,5 per cento delle azioni della società emittente con diritto di voto ovvero una quantità pari a cento volte il lotto minimo negoziabile nel mercato regolamentato.

Per ciò che concerne le scelte di voto in relazione alle quali l'associazione raccoglie le deleghe degli associati, appare necessario introdurre alcuni accorgimenti per evitare che l'associazione si trasformi in un sindacato di voto. Per ovviare a tale problema potrebbe prevedersi, quindi, che all'interno dell'associazione ogni soggetto abbia un solo voto, qualunque sia il numero delle azioni dallo stesso possedute. In vista del medesimo obiettivo è altresì opportuno prevedere che l'associato sia libero di non aderire alla richiesta della delega. Ove non si prevedessero tali cautele sarebbe estremamente agevole l'elusione della disciplina della pubblicità dei patti parasociali e si dovrebbero conseguentemente estendere gli obblighi di pubblicità previsti per accordi di tal genere.

Coerentemente con l'obiettivo che la disciplina della raccolta delle deleghe è volta a perseguire, deve prevedersi, poi, che l'associazione sia tenuta ad esercitare anche il voto dell'associato che desideri esprimere un voto diverso da quello eventualmente proposto dall'associazione (obbligo per i rappresentanti legali dell'associazione di esercitare anche il cosiddetto voto divergente).

Per quanto attiene, infine, all'attività dell'associazione, come anticipato, occorre distinguere il caso in cui la stessa sia rivolta agli associati da quella in cui sia rivolta alla generalità degli azionisti. Nel primo caso, l'associazione pone in essere una raccolta di deleghe che, in quanto rivolta esclusivamente agli stessi aderenti all'associazione, potrà essere esercitata mediante la diffusione del solo modulo di delega. In simili circostanze, infatti, l'associato invitato a conferire la delega può presumersi in possesso di informazioni sufficienti per operare una ponderata scelta sul se attribuire il potere rappresentativo ai responsabili dell'associazione e sul merito del voto. Per raccogliere deleghe, dunque, non sarà necessario diffondere anche quel documento informativo rappresentato dal prospetto di delega.

Nel caso, invece, che la richiesta di conferimento di deleghe sia rivolta alla generalità degli azionisti della società emittente, il documento da ultimo menzionato dovrà essere diffuso assieme al

modulo di delega: l'associazione, infatti, in quel caso non pone in essere una attività di raccolta di deleghe ma opera alla stregua di qualsiasi altro committente.

Come proposto per l'attività di sollecitazione, allo scopo di evitare il contemporaneo utilizzo dello strumento della rappresentanza in assemblea previsto dal codice civile e quello disciplinato dal Testo unico, sembra necessario prevedere il divieto di conferire la delega ai legali rappresentanti dell'associazione dal momento in cui avviene la trasmissione del modulo di delega alla Consob.

III.7 DELEGA DI VOTO

Allo scopo di evitare che, attraverso lo strumento della delega, si scorpori durevolmente la legittimazione all'esercizio del voto rispetto dagli altri diritti facenti capo all'azionista, e che il conferimento della procura non avvenga se non assistito da sufficienti informazioni sull'assemblea, deve prevedersi che la delega possa essere richiesta e rilasciata soltanto per singole assemblee già convocate, con effetto per le eventuali convocazioni successive, e che sia revocabile secondo determinate modalità.

Conseguentemente, la delega, per essere valida, dovrà essere datata, contenere l'indicazione del delegato e recare la sottoscrizione autografa del delegante. Essa, poi, dovrà poter essere rilasciata anche solo per alcune delle proposte all'ordine del giorno dell'assemblea; in tal caso, comunque, per evitare complicazioni nei calcoli dei quorum assembleari sembra opportuno prevedere che le azioni per le quali non è stata conferita delega, anche parziale, saranno computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea.

Occorre disciplinare, inoltre, il comportamento del delegato nell'ipotesi in cui, dopo l'inizio della procedura di richiesta di deleghe, si verificano circostanze tali da far ragionevolmente ritenere che l'azionista, se le avesse conosciute, non avrebbe rilasciato la delega. Al riguardo, il comportamento maggiormente coerente con le finalità dell'istituto sembra essere quello dell'astensione dall'esercizio del voto.

Appare utile precisare, inoltre, il regime dell'invalidità delle deliberazioni assunte di cui all'art. 2377 c.c. nel caso in cui le deliberazioni vengano assunte col voto determinante delle azioni per le quali il voto sia stato esercitato in difformità della delega .

III.8 RESPONSABILITÀ

A tutela degli azionisti deleganti occorre disciplinare la responsabilità dei soggetti protagonisti della fattispecie del voto per delega e cioè del committente e dei rappresentanti l'associazione dei piccoli azionisti, da un lato, e dell'intermediario, dall'altro.

Sembra opportuno attribuire ai primi la responsabilità per l'eventuale inidoneità a consentire l'assunzione di consapevoli decisioni delle informazioni contenute nel prospetto e nel modulo di delega nonché delle ulteriori informazioni diffuse nel corso dell'operazione di richiesta delle deleghe. Il riferimento alla "idoneità" dell'informazione si giustifica considerando che le norme con analoghe finalità in tema di sollecitazione del pubblico risparmio e di offerte pubbliche utilizzano la medesima dizione. In ogni caso la fissazione del principio della idoneità assicura un maggior grado di tutela agli azionisti deleganti.

Per l'intermediario si ritiene sufficiente estendere il regime della responsabilità previsto per il mandatario in considerazione del fatto che in tali circostanze ancorché sussista l'attribuzione del potere rappresentativo non è formalizzato alcun rapporto gestorio tra azionista e l'intermediario medesimo.

Al fine di rendere più agevole la tutela giurisdizionale dei diritti dell'azionista che ha conferito la delega, è opportuno prevedere, in suo favore, l'inversione dell'onere probatorio circa la diligenza impiegata nell'esecuzione della delega.

III.9 SVOLGIMENTO DELLA SOLLECITAZIONE E DELLA RACCOLTA

Le disciplina delle deleghe di voto dovrà essere integrata con disposizioni attuative emanate da parte dell'Autorità al vertice dell'ordinamento di settore e cioè dalla Consob. Tali norme, in particolare, dovranno disciplinare l'attività di sollecitazione e di raccolta, avendo riguardo soprattutto alla trasparenza e alla modalità di diffusione delle informazioni (sul committente, sulla proposta di conferimento della delega, sugli eventuali interessi in conflitto degli intermediari, sulle determinazioni assunte dall'assemblea) al procedimento di sollecitazione e di raccolta di deleghe.

Sembra utile prevedere, infine, che la Consob possa richiedere che il contenuto dei documenti da divulgare, stabilito in via generale, venga integrato con ulteriori informazioni, e che gli stessi documenti siano assoggettati a particolari modalità di diffusione, che possa vietare le operazioni, richiedere informazioni e disporre ispezioni.

III.10 SANZIONI E DISPOSIZIONI FINALI

Al fine di assicurare una corretta applicazione dell'istituto delle deleghe di voto è necessario predisporre un regime sanzionatorio che preveda, oltre a sanzioni amministrative, anche sanzioni penali per le violazioni più gravi. Allo scopo di non pregiudicare l'applicazione della disciplina in argomento occorre dichiarare inefficaci le clausole dell'atto costitutivo che limitano la rappresentanza nelle assemblee.

Per le società le cui azioni iniziano ad essere negoziate in un mercato regolamentato dopo la data di entrata in vigore del Testo unico della finanza, è opportuno prevedere una esenzione temporanea, a richiesta della società emittente, dall'applicazione della disciplina delle deleghe di voto.

ELENCO DEI QUADERNI DI FINANZA CONSOB

- N. 1 *Insider trading e obblighi di divulgazione delle informazioni sui mercati finanziari*, di S. Barsella (giugno 1990)
- N. 2 *Interdipendenza e integrazione delle principali borse internazionali: Milano e gli altri negli anni '80*, di S. Barsella, L. Filippa, P.L. Parcu (febbraio 1991)
- N. 3 *Legge 2 gennaio 1991, n. 1 «Disciplina dell'attività dell'intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari» (Raccolta completa degli atti parlamentari)*, a cura di M. Veronesi (marzo 1991)
- N. 4 *Realtà e prospettive del mercato ristretto*, di G. D'Agostino, L. Filippa, P.L. Parcu (settembre 1991)
- N. 5 *Il sistema della revisione e certificazione dei bilanci. Attualità e ipotesi di modifica* (agosto 1992)
- N. 6 *Rapporto sulla tassazione dei capital gains*, di M. Bianchi, S. Boffano, L. Filippa, M.C. Guerra (novembre 1992)
- N. 7 *La fusione di società con azioni quotate in borsa. Aspetti giuridici*, di G.G. Moglia, R. Ristuccia (giugno 1993)
- N. 8 *Esperienze in materia di offerte pubbliche di acquisto*, Atti del convegno sull'Opa, Senato della Repubblica (maggio 1994)
- N. 9 *Privatizzazioni, mercato azionario e governo dell'impresa* (aprile 1995)
- N. 10 *Privatizzazioni e riforma del diritto societario*, Atti del convegno, Senato della Repubblica (agosto 1995)

NUOVA SERIE

- N. 11 *Documenti* Interventi del Presidente della Consob E. Berlanda: *Ruolo delle banche nella prospettiva di recepimento della direttiva comunitaria in materia di servizi di investimento*, Milano 18 settembre 1995; *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, Villa d'Este di Cernobbio 14 ottobre 1995; *La Consob e i gruppi di società*, Venezia 18 novembre 1995 (Dicembre 1995)
- N. 12 *Studi e Ricerche* *Pubblico e privato nella disciplina dei mercati mobiliari. Proposte di revisione del sistema italiano*, di M. D'Alberti (Dicembre 1995)
- N. 13 *Studi e Ricerche* *Tra regolamentazione e sviluppo: fini e modalità dell'intervento pubblico nel mercato azionario*, di S. Fabrizio e C. Scarpa (Gennaio 1996)
- N. 14 *Documenti* Interventi del Commissario della Consob A. Zurzolo: *Il ruolo del Garante del mercato dei capitali*, Roma 1 dicembre 1995; *Il ruolo della certificazione ed i mercati finanziari e mobiliari*, Milano 16 gennaio 1996; *Collegio sindacale e internal auditors*, Milano 19 aprile 1996 (Maggio 1996)
- N. 15 *Studi e Ricerche* *Assetti proprietari e struttura del settore: un'analisi delle Sim e delle fiduciarie*, di M. Bianchi, S. Fabrizio e G. Siciliano (Maggio 1996)
- N. 16 *Documenti* *L'armonizzazione delle regole contabili nella prospettiva dei mercati finanziari europei*, Atti del convegno, Università Bocconi (Agosto 1996)

- N. 17 *Documenti* Interventi del Commissario della Consob A. Zurzolo: *Corporate Governance*, Stresa 6 giugno 1996; *Collegio sindacale e società di revisione: evoluzioni e prospettive*, Torino 13 settembre 1996; *Società mercato e diritti degli azionisti: uno statuto per l'efficienza del mercato finanziario*, Milano 17 settembre 1996 (Ottobre 1996)
- N. 18 *Documenti* Interventi del Presidente della Consob E. Berlanda: *Le vicende del Gruppo Olivetti*, Camera dei Deputati, Roma 9 ottobre 1996; *Globalizzazione dei mercati e quotazione in borsa*, Villa d'Este di Cernobbio 17 ottobre 1996; *Note su una proposta di riforma del governo societario in Italia*, Pavia 18 ottobre 1996; *Le vicende del Banco di Napoli*, Senato della Repubblica, Roma 5 novembre 1996 (Novembre 1996)
- N. 19 *Studi e Ricerche* *Gestione di patrimoni e tutela degli investitori*, di E. Pagnoni e L. Piatti (Gennaio 1997)
- N. 20 *Documenti* *Il mercato degli strumenti derivati over-the-counter in Italia*, di G. Lusignani, P. Mammola e D. Sabatini (Agosto 1997)
- N. 21 *Documenti* *Il risparmio gestito in Italia - Caratteristiche generali e problemi di regolamentazione*, Intervento del Commissario della Consob M. Onado (Agosto 1997)
- N. 22 *Studi e Ricerche* *Ricerche sull'industria dei servizi mobiliari in Italia*, Atti del convegno, Università Statale di Milano (Volume I, Ottobre 1997)
- Ricerche sull'industria dei servizi mobiliari in Italia*, Atti del convegno, Università Statale di Milano (Volume II, Novembre 1997)
- N. 23 *Documenti* *La regolamentazione dei mercati finanziari: problemi attuali e prospettive future*, Atti del convegno, Senato della Repubblica, Roma 6 dicembre 1996 (Dicembre 1997)
- N. 24 *Studi e Ricerche* *Studi in materia di Opa*, di R. Di Salvo, A. Macchiati, G. Siciliano e S. Providenti (Gennaio 1998)
- N. 25 *Studi e Ricerche* *Volatilità dei titoli industriali e volatilità dei titoli finanziari: alcuni fatti stilizzati*, di M. Bagella e L. Becchetti (Gennaio 1998)
- N. 26 *Documenti* *Indagine conoscitiva sull'evoluzione del mercato mobiliare italiano*, audizione del Presidente della Consob Tommaso Padoa-Schioppa presso la Commissione Finanze della Camera dei Deputati (Febbraio 1998)
- N. 27 *Studi e Ricerche* *Regulating Exchanges and Alternative Trading Systems: A Law and Economics Perspective*, di J.R. Macey e M. O'Hara (Maggio 1998)
- N. 28 *Documenti* *Lavori preparatori per il Testo unico della finanza - Servizi e strumenti di impiego del risparmio* - (Giugno 1998)
- N. 29 *Documenti* *Lavori preparatori per il Testo unico della finanza - Diritto societario* - (Agosto 1998)

LE PUBBLICAZIONI CONSOB

! RELAZIONE ANNUALE

Illustra l'attività svolta annualmente dall'Istituto e dà conto delle questioni in corso, degli indirizzi e delle linee programmatiche definite dalla Commissione nelle varie materie di competenza istituzionale.

! BOLLETTINO MENSILE

Riporta i provvedimenti e le comunicazioni interpretative della Consob nonché altre notizie di pubblica utilità sull'attività istituzionale.

! NEWSLETTER SETTIMANALE «CONSOB INFORMA»

Contiene informazioni, complementari a quelle del Bollettino, sull'attività dell'Istituto e sul mercato mobiliare.

! RACCOLTA NORMATIVA

Riporta i testi integrati e coordinati delle leggi, dei regolamenti e delle disposizioni di carattere generale della Consob che disciplinano il mercato mobiliare.

! QUADERNI DI FINANZA

Raccolgono contributi scientifici di approfondimento su materie rilevanti nell'ambito delle competenze istituzionali.

CONSOBTEL

Dal 1° aprile 1996 è attiva la banca dati telematica CONSOBTEL, che contiene tutte le pubblicazioni della Consob ed altre informazioni di pubblica utilità. CONSOBTEL è accessibile mediante il sistema di banche dati ISPOLITEL-GURITEL, distribuito dall'*Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato*. Costo abbonamento (1° gennaio - 31 dicembre 1998): Lit 250.000+Iva (due ore di franchigia; Lit 2.000/min.+Iva per tempi di connessione superiori).

Tutte le pubblicazioni Consob sono naturalmente disponibili anche in formato cartaceo. I canoni annuali di abbonamento ed i prezzi dei singoli fascicoli (ove previsti) sono i seguenti:

- " RELAZIONE ANNUALE: Lit 40.000, estero: Lit 55.000.
- " BOLLETTINO (abbonamento 12 numeri mensili + le varie *Edizioni Speciali*): Lit 300.000, estero: Lit 350.000; singoli numeri: Lit 30.000, estero: Lit 35.000.
- " NEWSLETTER SETTIMANALE «CONSOB INFORMA» (abbonamento 50 numeri settimanali): via Postel: Lit 80.000, estero: Lit 120.000; via fax: Lit 160.000, estero: Lit 230.000.
- " RACCOLTA NORMATIVA: Lit 130.000.
- " QUADERNI DI FINANZA (abbonamento 6 numeri): Lit 120.000, estero: Lit 156.000; singoli numeri: Lit 24.000, estero: Lit 30.000.

Gli abbonamenti si sottoscrivono facendo pervenire l'importo esatto con assegno bancario sbarrato intestato a Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato - Piazza Verdi, 10 - 00198 ROMA, oppure con versamento sul c/c p. n. 387001 sempre intestato a Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato - Piazza Verdi, 10 - 00198 ROMA.

Ulteriori informazioni su condizioni e modalità di abbonamento:

ISTITUTO POLIGRAFICO E ZECCA DELLO STATO

 167-864035 • 06-8508.2221 • 06-8508.2149

