



**CONSOB**  
COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

QUADERNI  
DI  
FINANZA

**STUDI E RICERCHE**

---

LA DECORRENZA DELLA *PASSIVITY RULE*  
TRA DELEGIFICAZIONE  
E SINDACATO GIURISDIZIONALE

*G. PRESTI E M. RESCIGNO*

---

N. 37 - APRILE 2000

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, Aldo Magnoni, Giovanni Siciliano.

La cura editoriale di questo numero è di Francesca Tempestini.

## LA DECORRENZA DELLA PASSIVITY RULE TRA DELEGIFICAZIONE E SINDACATO GIURISDIZIONALE<sup>(\*)</sup>

G. Presti<sup>(\*\*)</sup> e M. Rescigno<sup>(\*\*\*)</sup>

1. Quando ancora non si era spenta l'eco del "test di imprevista portata"<sup>(1)</sup> al quale il regolamento Consob in materia di offerte pubbliche d'acquisto o di scambio<sup>(2)</sup> era stato sottoposto con l'operazione di cui era stato bersaglio nella scorsa primavera Telecom, una nuova "prova di carico", per certi aspetti ancor più pesante della prima, si è verificata con l'offerta lanciata da Generali su INA.

Tra i vari e delicati profili problematici che l'operazione ha evidenziato<sup>(3)</sup>, quello su cui

---

(\*) *Il presente lavoro è in corso di pubblicazione su "Banca, Borsa e Titoli di Credito". Gli autori desiderano ringraziare per le discussioni sugli argomenti oggetto di questa nota il prof. Guido Ferrarini e i colleghi dell'Associazione Disiano Preite. Il lavoro ha visto la sua stesura definitiva prima dell'approvazione, da parte della Consob, delle modifiche regolamentari sulla disciplina della passivity rule.*

(\*\*) *Università Cattolica di Milano.*

(\*\*\*) *Università Cattolica di Milano.*

(1) *L'espressione tra virgolette è tratta, come anche quella successiva, da SPAVENTA, "La disciplina dell'Opa in Italia: i risultati di un test", in Mercato Concorrenza Regole, 1999, p. 245 ss. (pp. 245 e 253), ove sono riportate le riflessioni della Consob sui problemi evidenziati durante lo svolgimento dell'Opa di Olivetti e Tecnost su Telecom.*

(2) *Com'è noto, in materia di offerte pubbliche d'acquisto o di scambio la Consob ha originariamente emanato un primo regolamento (n. 11520 del 1° luglio 1998) entrato in vigore il 1° luglio 1998 insieme al Testo Unico della Finanza regolamenti; successivamente il contenuto di esso è stato integralmente trasfuso senza modificazioni nel regolamento n. 11971 del 14 maggio 1999. Gli articoli da 35 a 50 del nuovo regolamento corrispondono perfettamente agli articoli da 3 a 18 del vecchio. Nel prosieguo del lavoro, per comodità del lettore, le indicazioni degli articoli saranno riferite sempre al regolamento oggi in vigore.*

(3) *Tra le altre val la pena di ricordare la vicenda (per la quale v. il comunicato stampa di Generali in data 8 ottobre 1999 e le indicazioni risultanti dal documento d'offerta; entrambi i documenti sono consultabili al sito [www.generali.com](http://www.generali.com)) dell'intesa raggiunta tra Generali e San Paolo IMI (uno dei maggiori azionisti di INA) in merito all'impegno assunto dal secondo di non prestare collaborazione a iniziative che potessero condizionare l'esito dell'offerta e dalle prime di compiere i loro migliori sforzi affinché venissero trasferite a San Paolo IMI alcune rilevanti partecipazioni azionarie di INA. La vicenda ha sollevato perplessità in relazione sia ai principi di correttezza e trasparenza cui devono attenersi i cc.dd. soggetti interessati (come definiti nell'art. 35.1 reg.), sia in relazione al principio di parità di trattamento; ulteriormente collegata all'intesa è la questione se l'eventuale scissione non proporzionale di INA finalizzata a far ottenere a San Paolo IMI il controllo di alcune partecipate di INA sia tale da far scattare l'obbligo di Opa ai sensi degli artt. 106, comma 5, lett. e), TUF e 49.1, lett. f), reg..*

maggiormente si è - non a torto - focalizzata l'attenzione degli operatori e dell'opinione pubblica<sup>(4)</sup> è stato certamente l'aspetto relativo alla disciplina della fase di avvio dell'operazione di offerta pubblica e, in particolare, alla decorrenza della c.d. *passivity rule*.

Un breve riepilogo delle disposizioni di legge e di regolamento interessate e dei fatti è utile per meglio comprendere i termini della questione.

2. Il quadro normativo nel quale si inseriscono gli eventi infra riassunti è composito e deriva in parte dalla legge e in parte dal regolamento emittenti emanato dalla Consob.

Il Testo Unico della Finanza (TUF) è molto laconico nel regolare la fase di avvio delle offerte pubbliche di acquisto o di scambio (Opas). In sostanza si limita a sancire, nell'art. 102, comma 1, che "coloro che effettuano un'offerta pubblica di acquisto o di scambio ne danno preventiva comunicazione alla Consob, allegando un documento, destinato alla pubblicazione<sup>(5)</sup>, contenente le informazioni necessarie per consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta".

Altrettanto laconico è il TUF per quanto concerne la c.d. regola di passività introdotta nell'art. 104 della legge. In materia il Testo Unico, oltre a non individuare specificamente le manovre difensive<sup>(6)</sup> che possono essere intraprese solo previa delibera autorizzativa dell'assemblea

---

(4) *A riprova dell'interesse che la questione ha suscitato si possono vedere nella stampa quotidiana i seguenti interventi di alcuni tra i maggiori specialisti, giuridici ed economici, della materia: RUOZI, "Ai manager niente potere di veto", in Il Sole-24 ore, 22 ottobre 1999, p. 33; RASTELLI, "Minervini: meno leggi, i giudici hanno più poteri", in Corriere della sera, 23 ottobre 1999, p. 24; FERRO-LUZZI, "I danni e i dubbi su INA-Generali", in Il Sole-24 ore, 24 ottobre 1999, p. 9; TALAMONA, "Opa: legge Draghi, regole Consob e dubbi del mercato", in Corriere della sera, 24 ottobre 1999, p. 21; CARBONETTI, "Poteri estesi ma sottratti a controlli", in Il Sole-24 ore, 27 ottobre 1999, p. 5; ONADO, "Migliorare le regole per un'Opa efficace", in Il Sole-24 ore, 27 ottobre 1999, p. 1; CERULLI IRELLI, "Tutti i dubbi sul regolamento Consob", in Il Sole-24 ore, 29 ottobre 1999, p. 33; PENATI, "La Consob alla ricerca dell'Opa perduta", in Corriere della sera, 31 ottobre 1999, p. 20; CAPRIO, "I doveri verso tutti gli azionisti", in Il Sole-24 ore, 31 ottobre 1999, p. 9; RISTUCCIA, "Le decisioni del Consiglio di Stato favoriscono anche Trieste", Il Sole-24 ore, 3 novembre 1999, p. 31; CAMMARANO, "Non si deve sterilizzare il ruolo Consob sull'Opa", in Il Sole-24 ore, 9 novembre 1999, p. 31; SCALFARI, "Le praterie del capitale e i bisonti al galoppo", in La Repubblica, 12 dicembre 1999, p. 1; SPAVENTA, "La Consob il mercato e le regole dell'Opa", in La Repubblica, 15 dicembre 1999, p. 1.*

(5) *Ai sensi dell'art. 102, comma 2, TUF la pubblicazione del documento di offerta può avvenire solo dopo il decorso del termine di quindici giorni durante il quale la Consob può indicare agli offerenti informazioni integrative da fornire e specifiche modalità di pubblicazione del documento, nonché particolari garanzie da prestare.*

(6) *Le manovre difensive vengono individuate con clausola generale (per questa qualificazione v. LENER, "La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio", in Riv. dir. civ., 1999, II, p. 253) come gli "atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta"; una tecnica analoga è utilizzata nei General Principles del City Code on Take-overs and Mergers (cfr. principle 7 che trova poi una tipologia esemplificativa nella Rule 21).*

*Sul punto dell'identificazione delle manovre difensive soggette al regime dell'art. 104 TUF, v.: Comunicazione Consob n. 99039392 del 18 maggio 1999 (in Consob informa, n. 21 del 24 maggio 1999; v. (segue...))*

ordinaria o straordinaria e, comunque, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentino almeno il trenta per cento del capitale sociale<sup>(7)</sup>, neppure indica con precisione quale sia il momento dal quale tale regola si applica<sup>(8)</sup>.

Del resto, anche in linea generale, le norme del Testo Unico sulle offerte pubbliche sono avare di indicazioni in materia di tempi. Sono espressamente indicati solo:

(6) (...segue)

anche, per ulteriori informazioni, *ivi*, n. 45/1999); SPAVENTA, *op. cit.*, p. 251. In ottica molto critica rispetto all'impostazione della Consob, giudicata eccessivamente restrittiva in tema di individuazione delle manovre soggette ad autorizzazione, v. F.M. MUCCIARELLI, "Combinazioni aziendali e passivity rule", di prossima pubblicazione in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 2000; al contrario, PICONE, "Le offerte pubbliche di acquisto", Milano, 1999, p. 128 ss., reputa che l'art. 104 TUF sia troppo rigoroso e ne auspica un'interpretazione riduttiva.

(7) Secondo MARCHETTI, "D.lgs. 58/1998. L'incidenza sulla disciplina delle assemblee: primi commenti", in *Riv. soc.*, 1998, p. 560, il trenta per cento andrebbe calcolato sul capitale avente diritto di voto nell'assemblea, con esclusione dei soci in conflitto di interessi tra i quali rientrerebbero sia il soggetto che ha lanciato l'Opa sia chi, pur non partecipando all'operazione, rientri nell'ambito dei soggetti contemplati dall'art. 109 TUF; nello stesso senso v. MOSCA, in "La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza", *Comm. a cura di Marchetti e Bianchi*, Milano, I, 1999, "Commento sub art. 104", p. 281.

MONTALENTI, "Opa: la nuova disciplina", in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 1999, I, p. 159 critica la norma per non avere limitato la legittimazione al voto ai soli azionisti "esterni" al gruppo di comando; lo stesso autore definisce la norma come "precetto ancipite, in ragione della diversità della quota di controllo" (: a seconda che nella società bersaglio questa sia inferiore o superiore al trenta per cento, la norma tutela gli interessi degli azionisti minoritari oppure quelli appartenenti al gruppo di comando).

Ancora in relazione al quorum previsto dalla disposizione in esame, va infine evidenziato il contrasto interpretativo sul quesito se questo sia sostitutivo o aggiuntivo rispetto a quelli previsti nella disciplina comune; nel primo senso v.: MARCHETTI, *op. loc. cit.*; MONTALENTI, *op. loc. cit.*; MOSCA, *op. cit.*, "Commento sub art. 104", p. 289; CHIAPPETTA, "Commento sub art. 104", in *Alpa e Capriglione (a cura di)*, "Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria", Padova, 1998, p. 969; nel secondo: LENER, *op. cit.*, p. 254 s.; RORDORF, "I poteri degli azionisti di minoranza nel testo unico sui mercati finanziari", in *Scritti di diritto societario in onore di Vincenzo Salafia*, Milano, 1998, p. 155; WEIGMANN, "La nuova disciplina dell'Opa", in *AA. VV.*, *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, p. 201.

(8) L'art. 16, comma 2, della legge 149/1992 indicava espressamente la decorrenza della passivity rule (allora ben più restrittiva poiché, oltre al divieto per gli amministratori di compiere qualunque operazione che potesse modificare in maniera significativa l'attivo o il passivo della società o comportare l'assunzione di impegni senza contropartita [comma 4], prevedeva anche il divieto assoluto, a pena di nullità, di qualsiasi modificazione statutaria) dal momento della pubblicazione del documento d'offerta (sulla vecchia norma v. VELLA, "Commento alla legge 18 febbraio 1992, n. 149, art. 16", in "Nuove leggi civ. comm.", 1997, p. 340 ss.). MOSCA, *op. cit.*, "Commento sub art. 102", p. 199, rileva come sia da interpretare nel senso di una maggiore neutralità complessiva della regolamentazione attuale il fatto che la regola di passività sia più souple rispetto al passato, ma che essa scatti da un momento anteriore rispetto a quello della pubblicazione del documento di offerta.

- a. il periodo dalla data della pubblicazione del documento d'offerta fino alla chiusura della stessa<sup>(9)</sup>;
- b. quello dalla data della comunicazione fino a un anno dalla chiusura dell'offerta<sup>(10)</sup>;
- c. quello, peraltro non meglio definito, della "pendenza dell'offerta"<sup>(11)</sup>.

Nell'ambito di tale lacunosa disciplina legale è intervenuto il regolamento in materia di emittenti emanato dalla Consob sulla base dei poteri rimessigli dall'art. 103, comma 4, TUF.

Con il regolamento la Consob ha, in primo luogo, interpretato il gerundio di cui all'art. 102, comma 1, TUF come non impositivo di una necessaria contestualità della preventiva comunicazione con il deposito del documento d'offerta; da tale interpretazione, combinata all'esigenza di evitare pericolose asimmetrie informative<sup>(12)</sup>, è derivata la formulazione dell'art. 37 reg. nel quale<sup>(13)</sup>, al comma 1, viene previsto che "colui che intende<sup>(14)</sup> procedere a un'offerta pubblica comunica senza indugio, fuori dall'orario di negoziazione, contestualmente al mercato, all'emittente e alla Consob,

---

(9) *L'art. 103, comma 2, lettera a), TUF assoggetta per tale periodo l'emittente all'art. 114, commi 3 e 4, TUF. L'art. 41.4 reg. estende tale soggezione anche ad altri soggetti coinvolti nell'operazione.*

(10) *L'art. 103, comma 2, lettera b), TUF assoggetta per tale periodo l'emittente all'art. 115 TUF. L'art. 41.5 reg. estende tale soggezione anche ad altri soggetti coinvolti nell'operazione (distinguendo tra la soggezione alla richiesta di notizie e documenti e quella alle ispezioni della stessa Consob).*

(11) *L'espressione è usata in due norme: nell'art. 102, comma 3, TUF ai fini della decorrenza del potere della Consob di sospendere o dichiarare decaduta un'offerta pubblica (secondo MOSCA, op. cit., "Commento sub art. 102", p. 215, tale "pendenza" durerebbe dal momento della pubblicazione del documento di offerta fino a quello in cui il risultato dell'operazione è reso noto al mercato ai sensi dell'art. 41.3 reg.); nell'art. 104, comma 2, TUF al fine delle regole speciali, da stabilire in apposito decreto ministeriale (cfr. oggi art. 2, d.m. 5 novembre 1998, n. 437), in materia di termini e modalità di convocazione delle assemblee da tenersi in pendenza d'offerta (per MOSCA, op. cit., "Commento sub art. 104", p. 295, questo spazio temporale coinciderebbe, invece, con la "durata dell'offerta" come definita nell'art. 35.1, lett. b), reg.).*

(12) *SPAVENTA, op. cit., p. 246.*

(13) *Dando luogo, secondo MOSCA, op. cit., "Commento sub art. 102", p. 204, a una comunicazione bifasica. PICONE, op. cit., p. 17 ss., criticando l'interpretazione Consob sulla scissione tra documento d'offerta e prima comunicazione, sottolinea come in tal modo questa venga resa funzionalmente autonoma.*

(14) *MONTALENTI, op. cit., p. 163, persuasivamente ritiene che l'espressione sia tecnicamente imprecisa e che al termine "intenzione" debba assegnarsi il significato di "decisione"; nello stesso senso v.: Consob, in Consob informa, n. 10 dell'8 marzo 1999 ("la comunicazione deve costituire una manifestazione di volontà certa e non la semplice manifestazione di un'intenzione subordinata all'avverarsi di fatti connessi alla possibilità di procacciarsi mezzi per compiere la scalata"); SPAVENTA, op. cit., p. 248; MOSCA, op. cit., "Commento sub art. 102", p. 203; ASSONIME, Circolare n. 13/1999, in Riv. soc., 1999, p. 35 s.; e, nel regime anteriore, WEIGMANN, "Le offerte pubbliche di acquisto", in "Trattato delle società per azioni", diretto da Colombo e Portale, 10\*\*, Torino, 1993, p. 506 s.. In senso contrario, v. Invece, FERRO-LUZZI, op. cit..*

gli elementi essenziali<sup>(15)</sup>, le finalità dell'operazione e i nomi degli eventuali consulenti"; e, al comma 2, che "la comunicazione alla Consob è completa e prende data, ai fini dell'art. 102, comma 2, del Testo Unico, dalla ricezione del documento d'offerta ...".

Sottesa a questa interpretazione è anche la definizione<sup>(16)</sup> contenuta nell'art. 35.1 lett. c) reg., secondo la quale il "periodo di offerta" è quello "intercorrente tra la data della prima comunicazione al mercato e la data prevista per il pagamento del corrispettivo; definizione espressamente utilizzata nel regolamento ai fini della determinazione dell'ambito temporale di applicazione degli obblighi di trasparenza (art. 41.1 reg.) e di correttezza (art. 42.2 reg.) a carico dei cc.dd. soggetti interessati.

Nulla, invece, nel regolamento è espressamente previsto in tema di *passivity rule* essendo la relativa materia interamente regolata per legge senza rinvii alla potestà regolamentare della Consob.

Tuttavia, in occasione dell'Opa di Olivetti e Tecnost su Telecom la Commissione, a ciò specificamente sollecitata, è intervenuta al riguardo chiarendo che la regola di passività si applica fin dal momento della c.d. prima comunicazione a condizione che essa contenga, oltre a quanto stabilito nell'art. 37.1. reg., anche l'indicazione del termine d'inizio dell'offerta stessa<sup>(17)</sup>.

---

(15) MOSCA, *op. cit.*, "Commento sub 102", p. 207 esattamente puntualizza che gli elementi essenziali vanno desunti dalla parte B) degli schemi di documento di offerta predisposti dalla Commissione e che è, appunto, così intitolata; essi sono: quantitativo degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, corrispettivo dell'offerta e durata dell'offerta ai quali vanno aggiunti le indicazioni relative all'identità dei soggetti. Nello stesso senso v. CHIAPPETTA, "Commento sub art. 102", *op. cit.*, p. 956. Secondo PICONE, *op. cit.*, p. 22 s., a detti elementi vanno aggiunti quelli relativi al quantitativo minimo di adesioni cui l'offerta è subordinata ed eventuali altre condizioni di efficacia.

(16) E' appena il caso di notare che quella in esame è solo formalmente una definizione. Essa ha, in realtà, valore precettivo in quanto funge da identificazione della fattispecie cui talune norme regolamentari (cfr. parte degli artt. 41 e 42) si applicano. In questo non appare convincente la tesi secondo cui l'ordinanza del Consiglio di Stato si rivelerebbe vuota di contenuto giacché avrebbe solo sospeso l'efficacia di una definizione.

(17) Com'è noto, la Consob inizialmente (con provvedimento del 22 febbraio 1999) qualificò come non idonea una originaria comunicazione degli offerenti poiché l'intenzione stessa di lanciare un'Opa era condizionata e non era stato indicato il periodo entro il quale era previsto che l'offerta dovesse avvenire. Successivamente, la Consob (con provvedimento n. 99013832 del 27 febbraio 1999), a seguito di una nuova comunicazione ricevuta dagli offerenti (e giudicata completa in tutti i suoi elementi), ritenne che essa fosse idonea a far decorrere il "periodo di offerta" e, quindi, la regola di passività (i provvedimenti Consob sono consultabili al sito [www.consob.it](http://www.consob.it)): secondo la Commissione, infatti, la circostanza che la comunicazione sia priva del documento di offerta, qualificato come elemento accessorio della stessa, non è per sé ostativo alla produzione degli effetti tipici della comunicazione - qualora questa sia in grado di fornire al mercato le informazioni necessarie - ancorché questa debba poi essere completata (cfr. Consob informa n. 10 dell'8 marzo 1999). In senso molto critico su tale decisione Consob, v. R. RICCI, "Perché sia Opa non basta un comunicato", in *Il Sole-24 ore*, 25 febbraio 1999, p. 2; SALAFIA, "Il procedimento per il lancio di una Opa", in *Società*, 1999, p. 393 ss.; PICONE, *op. cit.*, p. 138 s.. Reputano, invece, che sulla base del regolamento Consob la *passivity rule* debba scattare fin dal momento della prima comunicazione: CALLEGARI, Art. 104, in *Cottino (diretto da) La legge Draghi e le società quotate in borsa*, Torino, 1999, p. 31; DESANA, Art. 103, in *Cottino (diretto da) op. cit.*, p. 31; SPITALERI, "La disciplina delle offerte pubbliche", in *Patroni Griffi, Sandulli e Santoro (a cura di), "Intermediari finanziari mercati e società quotate"*, Torino, 1999, p. 647, nota 9.

Sulla base del TUF e del regolamento Consob, quindi, la fase iniziale di un'Opas viene scandita dai seguenti passaggi:

- prima comunicazione che la società offerente deve effettuare non appena la decisione di lanciare l'offerta sia stata adottata dall'organo sociale competente. Dall'esecuzione della comunicazione - e a condizione che questa presenti il contenuto minimo predeterminato dalla Consob - si applicano tanto le regole di trasparenza e correttezza a carico dei soggetti interessati quanto la *passivity rule* a carico della società bersaglio;
- presentazione alla Consob, anche successivamente alla prima comunicazione, del documento d'offerta e della scheda di adesione redatti secondo gli schemi predisposti dalla Commissione nonché della documentazione concernente la garanzia e l'avvenuto rilascio delle necessarie autorizzazioni preventive. Il deposito integrale della documentazione è immediatamente reso noto all'emittente e al mercato;
- pubblicazione e trasmissione all'emittente del documento d'offerta dopo il nulla osta di Consob;
- inizio della raccolta delle adesioni sul mercato.

Risulta evidente che si tratta di una disciplina volta complessivamente a soddisfare due degli interessi di mercato sottesi all'emanazione del Testo Unico della Finanza: quello alla conoscenza tempestiva delle informazioni *price-sensitive* che si attua attraverso l'obbligo di procedere immediatamente alla prima comunicazione; quello alla contendibilità delle società quotate, attuato attraverso la decorrenza della *passivity rule* fin dal momento della prima comunicazione. D'altronde, se anche può dirsi che l'interesse alla contendibilità non è tutelato in modo assoluto dal TUF giacché le manovre difensive - a differenza di quanto avveniva sotto la precedente regolamentazione - non sono vietate, ma solo sottoposte a una particolare regola autorizzatoria, resta vera la considerazione che l'anticipazione della regola di passività è coerente con la valorizzazione del ruolo degli azionisti investitori che pure è presente nel Testo Unico<sup>(18)</sup>.

3. In questo quadro complessivo si colloca l'Opas di Generali su INA partita in data 14 settembre 1999 con la prima comunicazione effettuata da Generali alla Consob, al mercato e a INA della propria intenzione di procedere a un'offerta pubblica di acquisto e di scambio sulle azioni di quest'ultima.

Dopo pochi giorni dalla ricezione della comunicazione, INA indirizzava alla Consob un esposto nel quale contestava che essa potesse produrre gli effetti previsti dalla normativa in materia di Opa e, in particolare, quello di far scattare la c.d. *passivity rule*.

---

(18) *A evitare che la società emittente resti esposta per un periodo eccessivamente lungo alla regola di passività, sarebbe opportuno che venisse fissato in via regolamentare un termine massimo (derogabile in casi particolari dalla Consob) che deve intercorrere tra la data della prima comunicazione e quella del deposito del documento di offerta. Nello stesso senso v. SPAVENTA, op. cit., p. 249. Al riguardo va ricordato che, secondo la rule 30.1 del City Code, l'offer document normalmente deve essere pubblicato entro ventotto giorni dall'annuncio della firm intention to make an offer.*



La Consob, ribadendo quanto già aveva avuto modo di stabilire in relazione all'Opa Telecom<sup>(19)</sup>, sottolineava l'idoneità della comunicazione di cui all'art. 37.1 reg. ad avviare il "periodo d'offerta" e a produrre gli effetti previsti dalla normativa in materia di Opa tra cui l'applicazione della *passivity rule*, qualora la comunicazione esprima - come la Consob ha ritenuto esprimesse nella fattispecie - una "ferma intenzione di promuovere l'offerta e contenga gli elementi essenziali di essa"<sup>(20)</sup>. D'altronde, aggiungeva la Consob, "il rinvio ad un momento successivo dell'inizio di efficacia dell'obbligo di astensione vanificherebbe di fatto la portata di tale obbligo e non assicurerebbe il contemperamento, voluto dalla legge, tra interesse alla contendibilità ed esigenze della società che è oggetto dell'offerta"<sup>(21)</sup>.

INA, il cui organo amministrativo non era ancora giunto alla decisione di considerare amichevole l'Opa lanciata da Generali<sup>(22)</sup>, impugnava avanti il Tribunale Amministrativo Regionale del Lazio tanto il regolamento emittenti (nella parte in cui, secondo INA, applicava in maniera illegittima gli artt. 102 ss. del Testo Unico della Finanza) quanto l'atto Consob del 2 ottobre 1999; di entrambi chiedendo l'annullamento, previa sospensione della loro efficacia.

Con provvedimento del 21 ottobre 1999 il TAR Lazio accoglieva la richiesta di INA e sospendeva l'efficacia di entrambi i provvedimenti impugnati. In particolare il regolamento emittenti veniva sospeso nella parte in cui "istituisce la comunicazione preventiva dell'intenzione di presentare l'offerta (cosiddetta prima comunicazione), indipendentemente dalla formulazione del documento di offerta di cui all'art. 102, comma 2, del TUF".

L'ordinanza veniva impugnata sia dalla Consob sia da Generali. Il Consiglio di Stato si pronunciava il 29 ottobre 1999 accogliendo in parte gli appelli, ma confermando la sospensione dell'efficacia del regolamento emittenti - sia pur limitatamente al solo art. 35, lett. c) che definisce il periodo di offerta - e della susseguente nota Consob del 2 ottobre 1999.

Alla parziale diversità dei dispositivi delle due ordinanze corrisponde una divergenza totale nell'impostazione delle tematiche affrontate.

---

(19) *Cfr. supra, nota 17.*

(20) *Nota Consob del 2 ottobre 1999.*

(21) *Va rilevato che, poiché la comunicazione Generali conteneva come indicazione temporale dell'inizio dell'offerta il gennaio 2000 (cioè circa quattro mesi; a fronte dei due mesi circa intercorsi nell'Opa Telecom e in relazione alla quale già si era posto il dubbio dell'opportunità di una modifica al regolamento: cfr. supra, nota 18), la Consob sottolineava che questo era "da ritenersi termine massimo e non prorogabile, pena la decadenza degli effetti della comunicazione. I principi di correttezza previsti dalle norme in materia di Opa, su cui la Commissione è chiamata a vigilare, richiedono d'altra parte che l'offerente adotti ogni comportamento possibile per abbreviare i tempi dell'offerta".*

(22) *Tale decisione interverrà solo dopo le pronunzie amministrative qui pubblicate e un miglioramento dell'offerta: sia a favore dei soci di INA (mediante l'accordo per la distribuzione immediata di un acconto-dividendo), sia dei suoi amministratori.*

4. L'ordinanza del TAR ha escluso che la Consob avesse il potere di prevedere in via regolamentare la c.d. prima comunicazione, da effettuare alla Consob, al mercato e all'emittente in via anticipata rispetto al documento d'offerta.

Secondo il TAR, la fase iniziale del procedimento sarebbe disciplinata direttamente dalla legge in modo non derogabile dalla Consob e partirebbe solo dal deposito presso la Commissione del comunicato unitamente al documento d'offerta (art. 102 TUF) <sup>(23)</sup>.

In sostanza, tutta la fase preliminare di un'Opas si svolgerebbe nel segreto e la pubblicità si avrebbe solo a seguito della pubblicazione del documento d'offerta oggetto di deposito contestualmente alla comunicazione preventiva alla Consob.

Dalla motivazione dell'ordinanza si evince poi che, secondo il TAR, la *passivity rule* decorrerebbe proprio dalla pubblicazione del documento d'offerta: sia perché si tratterebbe del primo documento destinato al pubblico, sia perché solo da esso si potrebbero desumere "le informazioni necessarie per consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta"<sup>(24)</sup>.

L'ordinanza realizza un'apparente simmetria<sup>(25)</sup> tra offerente ed emittente: il primo può sviluppare il progetto di Opas in segreto ed è costretto a uscire allo scoperto solo con il documento d'offerta; il secondo è vincolato alla regola di passività solo dal momento in cui riceve tale documento.

Va però sottolineato che tale (apparente) simmetria è realizzata a spese dell'interesse del mercato a una tempestiva informazione. Già per questa sola ragione l'interpretazione del TAR sarebbe criticabile in quanto la tempestiva informazione del mercato - in altri termini, la trasparenza - è uno degli obiettivi primari del TUF <sup>(26)</sup>.

---

(23) *Dal suo tenore letterale sembra che l'ordinanza affermi non soltanto che la Consob non ha il potere di imporre la notifica contestuale della prima comunicazione al mercato e all'emittente, ma neppure quello di richiedere di essere informata in via preventiva rispetto al deposito del documento d'offerta. La comunicazione, quindi, sarebbe dovuta solo unitamente e contestualmente alla presentazione del documento d'offerta. Per la medesima impostazione in dottrina, v. SALAFIA, op. cit., p. 393 ss..*

(24) *La conclusione del TAR è condivisa da PICONE, op. cit., p. 138 s., il quale aggiunge l'ulteriore motivazione dello spazio temporale indeterminato che può intercorrere tra prima comunicazione e completamento della documentazione necessaria presso la Consob, sottolineando quindi come seguendo l'interpretazione contraria i tempi della passivity rule sarebbero rimessi alla decisione dell'offerente. Lo stesso PICONE, op. cit., p. 24, peraltro, sostiene che "un ingiustificato ritardo nel lancio dell'Opa (già comunicata) sarebbe sanzionabile violazione del principio di correttezza ai sensi dell'art. 41 del regolamento".*

(25) *Va, inoltre, aggiunto che anche in astratto la tesi della "simmetria" può essere criticata nell'ottica della ratio legislativa poiché la regola della passività - per quanto concerne i rapporti offerente / emittente - potrebbe essere spiegata, nell'ottica di incentivare la contendibilità delle società, con l'intento di favorire l'offerente riequilibrando posizioni che in natura non sono pari.*

(26) *Per una critica del principio di segretezza fino alla pubblicazione del documento di offerta (che, salvo quanto indicato infra, alla prossima nota, era quello in vigore in base alla legge n. 149/1992) v. MOSCA, op. cit., "Commento sub art. 102", p. 199 s..*

La simmetria, peraltro, come già accennato, è solo apparente.

Per gli offerenti quotati (o con titoli diffusi in misura rilevante presso il pubblico dei risparmiatori), infatti, opererebbe comunque l'art. 114 TUF e ciò significa che l'offerente potrebbe essere costretto a svelare le sue intenzioni senza "guadagnare" contestualmente la passività della società bersaglio. Sarebbe, quindi, soddisfatto l'interesse alla trasparenza, ma verrebbe meno la simmetria - che pure nell'ottica del TAR parrebbe essenziale - tra offerente ed emittente in quanto questo avrebbe a disposizione un certo periodo di tempo per approntare manovre difensive svincolate dalle regole di competenza in cui si sostanzia la *passivity rule*.

Per quelli non quotati, invece, la *disclosure* ai sensi dell'art. 114 TUF non potrebbe operare. Ciò, però, da un lato, non assicurerebbe affatto che davvero l'offerente possa operare in segreto fino a quando non scatta la *passivity rule* per l'emittente (si pensi solo a *rumours*, eventuali richieste di autorizzazioni e/o convocazione d'assemblea in caso di offerta pubblica di scambio, iato comunque intercorrente tra deposito presso la Consob del documento d'offerta del quale l'emittente va informato ai sensi dell'art. 37.2 reg. e momento in cui con la pubblicazione del documento d'offerta scatta la regola di passività); dall'altro, introdurrebbe una marcata e ingiustificata differenza di disciplina a seconda che l'offerente sia o no quotato<sup>(27)</sup>.

Il punto essenziale, tuttavia, è un altro. Il TAR infatti, omette di considerare che la *passivity rule* non è posta direttamente a tutela dell'interesse dell'offerente a immobilizzare il bersaglio<sup>(28)</sup>, bensì per risolvere, tramite uno spostamento della competenza a decidere, il possibile (probabile) conflitto di interessi tra amministratori e soci (ovvero tra gruppo di comando inferiore al 30% del capitale sociale e altri soci)<sup>(29)</sup>.

In questa prospettiva, l'ordinanza del TAR va allora criticata in primo luogo perché la decorrenza della regola di passività non è in sé legata a un "prezzo" pagato dall'offerente, ma solo

---

(27) Con ciò riproducendo quello che universalmente era riconosciuto come uno dei maggiori difetti del sistema anteriore all'emanazione del TUF (cfr., per tutti, ASSONIME, *op. cit.*, p. 35; MOSCA, *op. cit.*, "Commento sub art. 102", p. 200 ss.; CHIAPPETTA, "Commento sub art. 102", *op. cit.*, p. 956; PICONE, *op. cit.*, p. 20).

(28) Tant'è che - a differenza del sistema precedente - neppure la *passivity rule* impedisce manovre difensive alla società emittente, ma queste sono rimesse alla volontà degli azionisti ai quali spetta "la decisione sulla creazione o meno di ostacoli nel cammino dell'offerente verso l'effettivo raggiungimento dell'obiettivo perseguito con l'offerta" (cfr. Comunicazione Consob n. DAL/99039392 del 18 maggio 1999, *cit.*).

(29) In sostanza tra i soci meri investitori e coloro che possono estrarre benefici privati dal controllo e che, per tale ragione, potrebbero essere indotti a opporsi a un'Opa favorevole per i soci in quanto tali. Pare evidente che, nella diagnosi del legislatore, allo scopo non è sufficiente il dovere di ogni organo sociale di conformare le sue decisioni al perseguimento dell'interesse sociale. Nel senso che il significato della necessità dell'autorizzazione assembleare consiste nel rimettere la scelta sulle manovre difensive agli stessi soggetti che sono i destinatari dell'offerta v. D'AMBROSIO, "Commento sub artt. 102-112", in Rabitti Bedogni (a cura di) "Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58", Milano, 1998, p. 599.

al sorgere del bisogno di tutela dei soci interessati unicamente a massimizzare il valore del loro investimento azionario<sup>(30)</sup>.

In secondo luogo, poi, perché l'applicazione della regola di passività non richiede che siano note tutte "le informazioni necessarie per consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta" (in altri termini, che sia avvenuta la pubblicazione del documento d'offerta). Il fatto che i soci non abbiano ancora compiutamente tali informazioni<sup>(31)</sup> non può, infatti, paradossalmente, comportare un'ulteriore diminuzione della loro tutela lasciando nelle mani degli amministratori (o di una maggioranza inferiore al 30%) la possibilità di manovre atte a contrastare il successo dell'Opas<sup>(32)</sup>.

5. L'ordinanza del Consiglio di Stato adotta una prospettiva radicalmente diversa da quella del TAR. Tuttavia, mentre la pronuncia di quest'ultimo, benché criticabile nella motivazione e nel dispositivo, presenta un iter logico ricostruibile, quella del Consiglio di Stato è estremamente oscura nei suoi passaggi argomentativi: da un lato si dice espressamente che la valutazione dei vari interessi coinvolti nella vicenda deve cedere di fronte alla valutazione già svolta dal legislatore nella sede costituzionalmente competente; dall'altro, però, la valutazione legislativa non viene argomentata né spiegata, trovandosi nella motivazione del provvedimento solo un mero richiamo alla lettera degli articoli 104, 102 e 103 TUF e alla loro combinata disciplina.

A differenza di quanto avvenuto in primo grado, nella decisione del Consiglio di Stato viene riconosciuto espressamente il potere della Consob di imporre la c.d. prima comunicazione. Tale riconoscimento ha diverse valenze. In primo luogo, nel senso che viene giudicata legittima la previsione secondo cui la prima comunicazione può (deve) avvenire anche senza il contestuale deposito presso la Consob del documento d'offerta; in secondo luogo, come riconoscimento della

---

(30) *Tanto è vero che altri ordinamenti che, come il nostro, rimettono la decisione sulle manovre difensive all'assemblea fanno scattare la regola anche da data anteriore a quella della prima comunicazione "if the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent" (in questo senso v. la Rule 21 del già citato City Code dal quale, com'è noto, il nostro legislatore ha tratto ispirazione per la riforma della legislazione sulle offerte pubbliche).*

(31) *Va comunque considerato che le informazioni essenziali per l'applicazione della regola di passività sono già racchiuse nella prima comunicazione al mercato (ove ritenuta legittima), la quale contiene i dati e le notizie utili a stabilire se una determinata operazione sia idonea a contrastare l'offerta. Al riguardo non appare condivisibile la tesi di PICONE, op. cit., p. 138 s., sul carattere eccessivamente sommario della prima comunicazione: in particolare, quella resa nell'operazione oggetto dei provvedimenti qui commentati risulta tutt'altro che "estremamente sintetica".*

(32) *Semmai, ma il punto è estremamente delicato, potrebbe implicare che l'assemblea che deve decidere sulle manovre difensive possa essere convocata solo per data successiva a quella della pubblicazione del prospetto (in prospettiva analoga, ma ipotizzando che lo stesso avviso di convocazione debba essere successivo tanto alla pubblicazione del documento di offerta quanto alla diffusione del comunicato dell'emittente, v. MOSCA, op. cit., "Commento sub art. 104", p. 296 ss.). Seguendo questa interpretazione, si manifesterebbe un'ulteriore ragione a sostegno dell'opportunità di prevedere nel regolamento un termine massimo tra prima comunicazione e deposito del documento d'offerta (v. supra, nota 18).*

legittimità della norma secondo cui la prima comunicazione deve essere trasmessa non solo alla Consob, ma anche al mercato e all'emittente; infine, nel senso che determinati effetti (regole di correttezza e trasparenza) decorrono immediatamente dall'esecuzione della prima comunicazione<sup>(33)</sup>.

Secondo il Consiglio di Stato, tuttavia, la *passivity rule* non decorrerebbe dalla prima comunicazione, bensì soltanto (a quanto può evincersi dalla sintetica motivazione) dalla presentazione in Consob del documento d'offerta e dell'ulteriore documentazione richiesta. In definitiva, quindi, la regola di passività partirebbe soltanto dal momento in cui è stato completato il deposito presso l'Autorità di vigilanza dell'intera documentazione prescritta<sup>(34)</sup>.

Può dirsi che con tale decisione il Consiglio di Stato, implicitamente, ha riconosciuto l'interesse primario del mercato all'informazione (negletto, invece, dal TAR) e quello alla parità di trattamento tra offerenti quotati e non.

La laconicità (per non dire l'omissione) della motivazione del Consiglio di Stato non permette, però, di comprendere quale sia la ragione per cui la *passivity rule* dovrebbe decorrere solo dal completamento della documentazione presso la Consob, con uno scarto temporale non irrilevante, quindi, rispetto al momento in cui con la prima comunicazione si manifesta il potenziale conflitto di interessi tra amministratori e soci dell'offerente.

Al riguardo potrebbe ipotizzarsi che il Consiglio di Stato abbia ritenuto che la regola di passività si applichi solo dal momento in cui l'offerta "pende" e che la pendenza sia collegata - forse come punto di non ritorno per l'offerente - al completamento della documentazione.

Su ciò potrebbe obiettarsi che civilisticamente (art. 1336 c.c.) un'offerta al pubblico esiste dal momento in cui sono resi noti al pubblico gli estremi essenziali del contratto che si intende concludere e che, quindi, nel momento in cui si riconosce la legittimità della prima comunicazione (che deve contenere gli elementi essenziali dell'offerta) al mercato, è da questo momento che l'offerta "pende"<sup>(35)</sup>.

---

(33) *Tale decorrenza delle regole di correttezza e trasparenza si legge chiaramente nell'ordinanza del Consiglio di Stato. Essa, tuttavia, potrebbe dipendere anche solo dalla specifica prospettazione di parte nella concreta vicenda processuale.*

(34) *Tale tesi è conforme a quanto sostenuto da SALAFIA, op. cit., p. 397, ma efficacemente criticato da PICONE, op. cit., p. 138, nota 341, secondo il quale l'alternativa per la decorrenza della passivity rule è solo tra prima comunicazione e pubblicazione del documento d'offerta.*

*Va sottolineato che la distanza temporale tra prima comunicazione e deposito del documento d'offerta e dell'ulteriore documentazione dal regolamento dipende solo in parte dalla società offerente. Al di fuori della sfera di disponibilità dell'offerente sono, ad esempio, l'ottenimento delle necessarie autorizzazioni preventive (cioè tutte, tranne quella antitrust che la legge stessa prevede possa intervenire in corso d'offerta) e, in caso di Ops, i tempi minimi per la convocazione dell'assemblea che deve decidere sull'aumento di capitale necessario per poter procedere allo scambio.*

(35) *In questo senso v., nel regime anteriore, RIGHINI, "Commento alla legge 18 febbraio 1992, n. 149, art. 9", in "Nuove leggi civ. comm.", 1997, p. 224 s.; e, in quello attuale, CALLEGARI, op. ult. cit., p. 5.*

L'obiezione, tuttavia, non può reputarsi decisiva poiché è tutto da dimostrare che all'Opa possa applicarsi la nozione civilistica di offerta al pubblico<sup>(36)</sup>.

Peraltro, sebbene probabilmente non abbia applicazione nel TUF la nozione civilistica di offerta, non v'è dubbio che il procedimento di offerta al pubblico si inizia con la comunicazione alla Consob e al mercato senza bisogno di attendere la pubblicazione del documento di offerta e che già dalla comunicazione l'offerente è impegnato<sup>(37)</sup>, seppure non si tratti di irrevocabilità in senso civilistico<sup>(38)</sup>.

6. Le due ordinanze sopra commentate, benché poco persuasive e, comunque, con effetti (cautelari) limitati alla singola fattispecie decisa, denotano indubbiamente una presa di posizione negativa<sup>(39)</sup> degli organi di giustizia amministrativa sulla regolamentazione emanata dalla Consob e implicano, per ciò stesso, una grave incertezza nel funzionamento di un meccanismo delicatissimo, e di importanza cruciale nel sistema di *corporate governance* delle società quotate, quale l'offerta pubblica di acquisto o di scambio.

Si tratta, certamente, di una situazione, in sé foriera di ulteriori contenziosi, che il mercato non può tollerare a lungo. Tuttavia, prima di ipotizzare interventi correttivi del regolamento sugli

---

(36) Cfr. anche l'apposita nozione contenuta nell'art. 1, comma 1, lettera v), TUF.

(37) Va, infatti, considerato non conforme a correttezza (e, quindi, sanzionabile amministrativamente e civilisticamente; problema successivo è accertare quale possa essere la sanzione civilistica) ogni comportamento dell'offerente che abbia come effetto quello di interrompere il procedimento di Opa dopo che questa è stata deliberata dall'organo sociale competente e resa pubblica. Tale principio è desumibile non solo dell'art. 103, comma 4, lettera b), TUF (in questo senso v. PICONE, *op. cit.*, p. 23 s.), ma soprattutto dalla considerazione che, se l'offerta è irrevocabile (art. 103, comma 1, TUF), il comportamento dell'offerente - per essere conforme a buona fede e correttezza - deve essere tale da non comportare la dichiarazione di decadenza ex art. 102, comma 3, lettera b), TUF ovvero, comunque, l'arresto del procedimento. Secondo SALAFIA, *op. cit.*, p. 396, la prima comunicazione (che l'A. ritiene non dovuta, ma possibile) non priverebbe il soggetto che l'ha effettuata del potere di revocare l'offerta. In senso contrario PICONE, *op. cit.*, pp. 21 e 68 s., e (se bene intendiamo: qualora l'offerente dichiarasse espressamente l'irrevocabilità nella prima comunicazione ex art. 37.1 reg. ovvero, comunque, essa provochi l'immediata applicazione della passivity rule) CANNELLA, in "La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza", *Comm. a cura di Marchetti e Bianchi, Milano, I, 1999*, "Commento sub art. 103", p. 225; in senso dubitativo, CALLEGARI, *op. cit.*, p. 13.

(38) Al riguardo non va trascurato che la massima delle sanzioni nei confronti dell'offerente che violi le disposizioni di legge o regolamentari in materia di offerte pubbliche è proprio la decadenza dell'offerta stessa. Il che indica una differenza non lieve con un'ordinaria proposta d'acquisto irrevocabile giacché alla conclusione del contratto non è sufficiente la mera accettazione dell'oblato, ma è altresì necessaria la regolare conclusione del procedimento che è sempre, in ogni momento, condizionata dalla conformità del comportamento dell'offerente alle regole, primarie e secondarie, che lo governano.

(39) E che, forse, non dipende solo da quanto direttamente oggetto dal giudizio, ma rappresenta anche la risposta giudiziale (se l'ordinamento fosse un organismo, potrebbe dirsi il rigetto da parte del sistema immunitario) alla deregulation, da molti ritenuta eccessiva, operata con il testo unico finanziario.

emittenti tali da metterlo al riparo da contestazioni giudiziali<sup>(40)</sup>, è opportuno ricordare che è stata autorevolmente preannunciata la probabile prossima emanazione della XIII direttiva comunitaria in materia di offerte pubbliche di acquisizione<sup>(41)</sup>.

Al riguardo val la pena di notare che le progettate disposizioni comunitarie<sup>(42)</sup> sono assolutamente conformi a quanto disposto nel regolamento Consob sugli emittenti e all'interpretazione che la stessa ne ha dato nelle vicende Telecom e INA. Infatti<sup>(43)</sup>:

- l'art. 6.1 prevede che "gli Stati membri provvedono all'adozione di norme che prescrivano l'obbligo di rendere pubblica la decisione di promuovere l'offerta e di informare dell'offerta, prima che la decisione sia resa pubblica, l'autorità di vigilanza e l'organo di amministrazione o di direzione della società destinataria";
- l'art. 6.2 prevede che "gli Stati membri provvedono all'adozione di norme che pongano a carico dell'offerente l'obbligo di redigere e rendere pubblico, in tempo utile, un documento di offerta contenente tutte le informazioni necessarie affinché i destinatari dell'offerta possano decidere in merito alla stessa con piena cognizione di causa";
- l'art. 8.1, lettera a), infine, stabilisce che gli Stati membri provvedono all'adozione di norme intese ad assicurare che "dopo aver ricevuto la comunicazione dell'offerta e fino che il risultato dell'offerta non sia stato reso pubblico, l'organo di amministrazione o di direzione della società destinataria si astenga dal compiere qualsiasi atto che possa pregiudicare l'esito dell'offerta ... salvo che non sia stato previamente autorizzato a tal fine dall'assemblea generale degli azionisti nel corso del periodo di validità dell'offerta".

E' probabilmente opportuno, allora, che, piuttosto che procedere ad affrettate modifiche regolamentari che tentino di armonizzare le corrette scelte di valore già effettuate dalla Consob con le ragioni della giustizia amministrativa, si prenda l'occasione dell'attuazione della direttiva per apportare alle disposizioni di legge le correzioni necessarie affinché il loro tenore letterale - talora eccessivamente sintetico, talora ambiguo - non sia tale da consentire, tramite il ricorso a una giustizia amministrativa poco propensa a valutare gli interessi sottostanti e alquanto diffidente nei confronti dei poteri regolamentari delegati alla Consob, lo svuotamento del ruolo di regolatore del

---

(40) *In ipotesi si voglia tentare di rendere coerente il regolamento con quanto deciso in via cautelare dal Consiglio di Stato, la strada migliore (ma, ovviamente, si tratterebbe pur sempre di un pro ottimo) sarebbe quella di cercare di ridurre lo iato temporale tra prima comunicazione e deposito integrale della documentazione facendo leva sull'interesse dell'offerente a ridurre, se non addirittura ad annullare, tale scarto. Ciò potrebbe essere realizzato facilitando la predisposizione della documentazione da depositare (per esempio, specificando nel regolamento che tutte le autorizzazioni e anche l'eventuale deliberazione di aumento del capitale in caso di Ops sono mere condizioni di efficacia dell'offerta pubblica e che, pertanto, esse possono intervenire anche dopo il deposito del documento di offerta, purché prima dell'inizio della raccolta delle adesioni).*

(41) *Cfr. l'intervista al Ministro per le Politiche comunitarie, on. Letta, apparsa su Il Sole-24 ore, 23 novembre 1999, p. 31.*

(42) *Cfr. la proposta modificata presentata dalla Commissione in data 11 novembre 1997.*

(43) *Corsivi aggiunti.*

mercato<sup>(44)</sup> che il legislatore ha affidato alla Commissione e la sconfessione degli stessi principi ispiratori del Testo Unico della Finanza.

7. Tale ultima notazione giustifica l'affermazione che i motivi di interesse per il giurista suscitati dall'offerta pubblica di acquisto INA-Generali non si limitano a quelli sinora esaminati relativi all'interpretazione della disciplina sostanziale; come si avrà subito modo di rilevare, infatti, la vicenda ha posto in netta evidenza i delicati profili problematici che attengono ai meccanismi di controllo giurisdizionale sui regolamenti e gli atti della Consob. In particolare, tali profili attengono vuoi all'individuazione dell'organo da ritenersi competente a dire giustizia in materia vuoi al relativo regime processuale e all'impatto concreto che le forme dell'intervento giurisdizionale possono avere con riferimento alla certezza delle regole dell'attività dei mercati finanziari. Va subito precisato che è possibile - e anzi, come si vedrà, è probabile - che l'analisi de iure condito non condurrà a esiti né rassicuranti né significativamente innovatori; nondimeno, anche una volta individuate le possibili conclusioni sulla base della disciplina attualmente applicabile, apparirà difficile negare, di fronte all'interrogativo se essa possa ritenersi adeguata alle esigenze che la particolare materia sulla quale incide richiede, la necessità de iure condendo di un intervento riformatore che assicuri, al contempo, un sistema di controlli coerente con l'indipendenza e il ruolo assegnato dal legislatore all'Autorità di controllo, e, nella fase giurisdizionale, il giusto equilibrio fra la rapidità della decisione e la sua accuratezza.

Conviene subito evidenziare i principali assunti che, con riferimento al sistema del controllo giurisdizionale sugli atti e i regolamenti della Consob, possono trarsi dalla lettura delle pronunce del Tribunale amministrativo regionale del Lazio e del Consiglio di Stato:

- a) la giurisdizione amministrativa è competente a conoscere di ogni questione attinente ad atti o provvedimenti della Consob, ivi compresi i regolamenti, in quanto "l'espressione pubblici servizi .. afferenti... al mercato mobiliare di cui all'art. 33 del d.lgs. n.80 del 1998" deve essere "riferita anche all'ampia funzione regolatrice spettante alla Consob"<sup>(45)</sup>;
- b) la nota-comunicazione Consob del 2 ottobre 1999 n. 990719 - e cioè la risposta positiva della Consob all'esposto dell'INA, ossia della stessa ricorrente in via amministrativa, sull'idoneità della comunicazione della società offerente di voler procedere all'offerta a far scattare la c.d. *passivity rule* posta dall'art. 104 TUF - "pur non integrando la figura tipica del provvedimento amministrativo, costituisce un pronunciamento idoneo a vincolare la condotta della società ricorrente"<sup>(46)</sup> ed è "emessa .... nell'esercizio di un potere amministrativo la cui

---

(44) CAMMARANO, *op. cit.*

(45) *Si tratta della motivazione espressamente adottata nel provvedimento di sospensiva del TAR Lazio quale risposta all'eccezione di difetto di giurisdizione; motivazione approvata, ma non ripresa né approfondita dal Consiglio di Stato.*

(46) *Così testualmente l'ordinanza del TAR del Lazio.*



effettività è garantita ....dalla sanzione di cui all'art. 192 del .. d.lgs. n. 58 del 1998<sup>(47)</sup>. Da ciò la duplice conclusione che il soggetto che ha provocato con la propria iniziativa l'intervento interpretativo della Consob "è titolare di una posizione soggettiva qualificata per chiederne il sindacato in sede giurisdizionale"<sup>(48)</sup> e che sussiste la giurisdizione del giudice amministrativo;

- c) l'intervento del giudice amministrativo può spingersi, anche in sede cautelare, a sospendere l'efficacia non solo delle "note" Consob ma anche dei regolamenti dalla stessa emanati, "riservati al merito del giudizio i necessari approfondimenti anche delle ulteriori argomentazioni esposte dalle parti"<sup>(49)</sup>.

8. La mera enunciazione dei passaggi salienti dei provvedimenti che si commentano consente di rendere palesi i numerosi profili problematici che l'interprete è chiamato a risolvere, primo fra tutti quello dell'effettiva configurabilità, dei limiti e, in ogni caso, delle conseguenze dell'affermazione della sindacabilità da parte del giudice amministrativo degli atti della Consob.

Il problema può porsi, anzitutto, in termini generali. In particolare bisogna chiedersi entro quali limiti sia configurabile la soggezione degli atti della Consob al sindacato del giudice amministrativo (ma il discorso può valere anche per tutte le altre *Authorities* di più o meno recente istituzione) in relazione alle sue caratteristiche e specie a quella della sua indipendenza dal potere politico-esecutivo.

E' evidente che la posizione di un siffatto quesito non implica necessariamente lo sbocco verso una soluzione di sostanziale assenza di controllo sull'operato di dette *Authorities*. Infatti, la valorizzazione estrema del dato della loro indipendenza potrebbe comportare che l'attribuzione della competenza a conoscere dei conflitti in ordine al corretto esercizio delle loro prerogative sia da riservarsi addirittura alla Corte Costituzionale.

Questa soluzione, se può apparire a prima vista eccessiva specie con riferimento al sindacato sui poteri *lato sensu* disciplinari sugli operatori economici loro attribuiti, non appare, almeno nella sua astratta proposizione, incongrua con riferimento al sindacato sulla legittimità degli atti di tipo regolamentare previsti nella normativa di rango primario ed in particolare al delicato sindacato che è stato esplicitamente evocato nell'ordinanza del TAR del Lazio<sup>(50)</sup>, sulla violazione dei limiti posti dalla legge nella fissazione del potere regolamentare. Se infatti proprio nella potestà regolamentare di tali *Authorities* ha modo principalmente di cogliersi il carattere di indipendenza nell'esercizio

---

(47) *Così il provvedimento del Consiglio di Stato.*

(48) *Di qui, per il TAR del Lazio, la giurisdizione amministrativa sullo specifico provvedimento.*

(49) *Questa la chiusa, assai significativa - insieme alla laconicità della motivazione - del grado di approfondimento del problema in sede di procedimento di sospensione.*

(50) *Uno dei passaggi della succinta motivazione della sospensione di alcuni articoli del Regolamento Consob nella pronuncia del TAR del Lazio è infatti che "la potestà regolamentare conferita dall'art. 103 non sembra consentire una modifica del procedimento di offerta nella parte direttamente disciplinata dalla legge".*

dei poteri loro attribuiti, al segno che si è da molti scritto di una potestà normativa integrativa<sup>(51)</sup> (che il crescente fenomeno della delegificazione ha accentuato proprio con riguardo alle attribuzioni della Consob e della Banca d'Italia), e se l'indicato carattere ha indotto parte della dottrina amministrativistica a sottrarre le *Authorities* dal novero degli enti amministrativi<sup>(52)</sup>, ci si potrebbe spingere a descrivere l'indicato conflitto quale un vero e proprio conflitto fra poteri risolvibile soltanto con il ricorso alla Consulta.

I postulati costituzionali che l'accoglimento di questa tesi richiede<sup>(53)</sup>, peraltro, se ne accrescono la suggestione, ne rendono evidentemente difficile sia l'accettazione, sia la concreta praticabilità.

A tal riguardo deve rilevarsi infatti che, pur se limitata all'indicato profilo della verifica del corretto uso della potestà regolamentare, la ipotetica riserva alla Corte Costituzionale dello scioglimento dei conflitti in materia comporterebbe comunque il serissimo rischio che anche l'impugnativa, p. es., di un provvedimento sanzionatorio potrebbe comportare, ove fondata sull'affermazione che il presupposto della sanzione si fondi sulla violazione di una norma regolamentare in tesi non legittimamente posta, la necessità di rimettere la questione alla Consulta, con esiti pratici facilmente immaginabili e non accettabili.

Del resto non sembra che anche gli autori che più si sono spinti nel delineare una dignità costituzionale alle *Authorities* e alle loro attribuzioni normative e che, con particolare riguardo a queste ultime, ne hanno maggiormente posto in luce il carattere primario o subprimario<sup>(54)</sup>, abbiano poi ritenuto di trarre da siffatta conclusione decise e specifiche conseguenze sul piano del controllo e del sindacato giurisdizionale dei loro atti, e fra questi dei regolamenti. Gli stessi primi immediati commenti alle pronunce qui in esame scrivono di "equilibrio tra *Authority* e giudice amministrativo

---

(51) Senza nessuna pretesa di completezza, sul tema si possono consultare, anche per ogni ulteriore riferimento bibliografico e l'illustrazione del vivace ed ormai annoso dibattito della dottrina amministrativistica sulle autorità indipendenti ed il fondamento della loro potestà normativa, i recenti saggi di LABRIOLA, "Le autorità indipendenti (note preliminari)", DE MARCO, "Le funzioni delle «autorità indipendenti»", e BILANCIA, "Attività normativa delle autorità indipendenti e sistema delle fonti", tutti in "Le autorità indipendenti", a cura di Labriola, Milano, 1999, pp. 14 ss., 118 ss., e 147 ss.. V. anche, in generale, MARZONA, "Il potere normativo delle autorità indipendenti", in AA.VV., "I garanti delle regole", a cura di S. Cassese e C. Franchini, Bologna, 1996, p. 87 ss.; POLITI, voce "Regolamenti delle autorità amministrative indipendenti", in Enc. Giur. Treccani, Roma, 1995, p. 1 ss..

(52) V. per un quadro riassuntivo delle varie tesi sostenute, da ultimo DE MARCO, *op. cit.*, p. 130 ss..

(53) V., sul punto, le critiche di LABRIOLA, *op. cit.*, p. 26 ss..

(54) CASSESE, "La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa - Consob e i poteri indipendenti", in Riv. soc., 1994, p. 418, ove una elencazione delle possibili qualificazioni dei poteri della Consob.

ancora tutto da inventare”<sup>(55)</sup>, ma non pongono in dubbio che il giudice amministrativo sia l’organo chiamato a decidere sulla legittimità dei regolamenti e degli atti della Consob, secondo quanto comunemente si afferma anche nelle trattazioni istituzionali.

9. Il discorso, però, merita di essere ulteriormente approfondito. Anzitutto deve rilevarsi che la potestà regolamentare della Consob (così come quella di molte altre autorità c.d. indipendenti) presenta una serie di caratteristiche peculiari che non possono non incidere nella valutazione delle possibili modalità di sindacato in sede giurisdizionale. Non solo: pure va notato che l’attività della Consob si svolge tramite atti di natura molto composita e spesso poco riconducibili alle tradizionali definizioni dei provvedimenti amministrativi. In special modo si segnala una costante e rilevante attività c.d. collaborativa della Consob con i soggetti a vario titolo coinvolti nella regolamentazione del mercato finanziario e che si esplica - proprio come nel caso che qui si annota - tramite la risposta a quesiti ed esposti, con atti denominati comunicazioni nei quali perlopiù la Consob esprime le proprie valutazioni sull’interpretazione di precetti legislativi e regolamentari.

Volendo evidenziare i caratteri di maggior interesse, ai fini del discorso che si va svolgendo, dell’indicata attività della Consob, deve in particolare segnalarsi che:

- a) tale potestà regolamentare, in via sempre maggiore, svolge non tanto un ruolo meramente attuativo di norme legislative di principio, ma ha la funzione di integrare interi settori di regolamentazione non coperti da specifiche disposizioni di legge<sup>(56)</sup>;
- b) spesso il potere regolamentare della Consob si esplica - e il caso concreto qui in esame ne è una prova evidente - nella fissazione di regole che non attengono alla posizione di doveri di comportamento dei privati nei confronti dell’autorità indipendente nell’ambito delle finalità di vigilanza e controllo, ma che svolgono la principale funzione di indicare principi di comportamento dei soggetti coinvolti nell’ambito di rapporti tipicamente interprivati, e la cui violazione reca come conseguenza giuridica la validità o invalidità civilistica di un atto, ovvero incide sulla valutazione della correttezza dei comportamenti degli operatori del mercato finanziario nella loro attività negoziale e così sulla valutazione dell’esatto adempimento e della loro responsabilità contrattuale (oltre che nei confronti dei terzi);
- c) sotto il profilo formale la Consob, nelle comunicazioni emanate nel costante confronto con i soggetti coinvolti nella regolamentazione dei mercati finanziari, non impone (né probabilmente lo potrebbe) comportamenti positivi ai soggetti che ne richiedono il parere, ma manifesta - ove sollecitata - l’opinione dell’autorità su determinate questioni interpretative. Per esempio nella vicenda in esame la Consob non ha adottato un provvedimento con il quale si è imposto all’INA di astenersi dal compiere atti volti ad

---

(55) CLARICH, “Il controllo del giudice sull’atto dell’Authority non si deve considerare una interferenza indebita”, in *Guida al diritto*, n. 44., 1999, p. 103. V. comunque, per una analisi completa delle varie posizioni, CARANTA, “Il giudice delle decisioni delle autorità indipendenti”, in AA. VV., “I garanti delle regole”, cit., p. 165 ss..

(56) GIANNINI, “Consob”, in AA.VV., “Consob. L’istituzione e la legge penale”, a cura di G. M. Flick, Milano, 1987, p. 59 ss..

ostacolare l'offerta pubblica di acquisto senza il rispetto dell'art. 104 TUF la Consob, di fronte all'esposto dell'INA ove, con varie motivazioni, si sosteneva la tesi che non poteva nella specie trovare applicazione l'art.104 TUF, ha sostenuto (*recte*: ribadito) la propria differente opinione.

Il primo dei rilievi ora svolti induce - *de iure condito* - a valutare con estrema cautela i limiti di sindacabilità del giudice amministrativo sui regolamenti della Consob nella parte in cui essa esercita il proprio potere normativo, tanto più in quelle materie in cui lo stesso legislatore ha ritenuto di devolvere integralmente la posizione delle regole all'autorità indipendente. In un primo, immediato intervento sui provvedimenti annotati si è con formula empirica, ma efficace, rilevato che se è vero che " in uno stato di diritto l'ultima parola spetta al giudice ... quest'ultimo meno esperto dei problemi del particolare settore di regolamentazione, almeno in prima battuta dovrebbe prestare particolare attenzione e rispetto alla voce dell'*Authority*, sempre che essa sia ragionevole e non sia palesemente in contrasto con la legge"<sup>(57)</sup>.

La formula, che ben esprime il disagio del giurista di fronte alle forme e ai limiti del sindacato giurisdizionale sugli atti normativi della Consob, stretto fra la necessità evidente del controllo e l'inadeguatezza concreta degli strumenti tradizionali a disposizione, può forse tradursi in termini più tecnici. Là dove il legislatore ha mostrato di voler astenersi o limitarsi nel porre principi legislativi di indirizzo all'autorità nella manifestazione del suo potere regolamentare, evidentemente valutando le ragioni sottostanti all'esigenza di delegificazione della materia (cognizione tecnica, indipendenza, agilità dell'adeguamento alle esigenze della realtà dei mercati finanziari), di tale scelta primaria il sindacato giurisdizionale sul regolamento dovrà tener conto. Il che comporterà, quantomeno, che ogniqualvolta si dovesse ritenere che il regolamento dell'autorità sia illegittimo per contrasto con la legge che ne autorizza l'emanazione il giudice debba anzitutto valutare se davvero quella potestà regolamentare trovi nella legge limiti di principio e di indirizzo, individui poi tali limiti e ne verifichi infine il rispetto da parte dell'autorità. Così, per voler tornare alla fattispecie decisa dai provvedimenti che si annotano, il giudice dovrà (o avrebbe dovuto) individuare dapprima la fonte della potestà regolamentare in forza della quale la potestà normativa è stata esercitata dall'autorità, e così l'art. 103 TUF, individuare se quella fonte pone dei principi limitativi, impliciti od espliciti a quella potestà, e così in particolare sulla definizione del concetto di "periodo di offerta" in un momento differente da quello del deposito del documento di offerta di cui all'art. 102 TUF e solo conclusa tale verifica, concludere in merito alla legittimità o meno del regolamento.

Il secondo rilievo svolto - e cioè quello relativo all'incidenza sostanzialmente privatistica di buona parte della potestà regolamentare della Consob - induce a riflessioni sulla effettiva coerenza ed efficienza di un sistema che affida al giudice amministrativo la potestà di annullare disposizioni regolamentari della Consob aventi un siffatto carattere.

E' infatti evidente che la possibilità di un sindacato del giudice amministrativo sul regolamento e, ancor più - come sembra emergere dalla pronunce che qui si annotano - sugli interventi interpretativi della Consob relativi alle norme legislative o regolamentari che incidono

---

(57) CLARICH, "Il controllo sull'atto dell'*Authority* ...", *cit.*, p. 103.

sulle regole di comportamento dei privati nell'espletamento della loro attività negoziale o organizzativa, è suscettibile di creare una permanente sovrapposizione di competenza a giudicare della legittimità di atti, regolamenti e comunicazioni dell'autorità da parte del giudice ordinario e del giudice amministrativo.

Così, per rimanere legati alla fattispecie concreta da cui si prendono le mosse, è evidente che ogni delibera assunta da una società le cui azioni siano oggetto di una offerta pubblica di acquisto, che possa contrastare con l'obiettivo dell'offerta e che sia adottata con un *quorum* inferiore a quello previsto dall'art. 104 TUF dovrebbe essere ritenuta invalida e suscettibile di impugnativa da parte di chiunque vi abbia interesse. In tale giudizio l'impugnante potrebbe chiederne la sospensione ex art. 2378 c.c. e il giudice ordinario sarebbe chiamato a individuare il momento a partire dal quale scatta la c.d. *passivity rule*; lo stesso dicasi per gli atti che dovessero essere compiuti dagli amministratori senza l'autorizzazione dell'assemblea. Nella sua valutazione il giudice ordinario dovrebbe svolgere il medesimo tipo di valutazione che, nel caso di specie, ha svolto il giudice amministrativo e così, *inter alia*, valutare se il regolamento Consob effettivamente abbia posto un norma regolamentare legittimamente integrativa del disposto legislativo, ovvero se l'interpretazione adottata dalla Consob del disposto normativo e regolamentare sia conforme alla legge. Ciò, per esempio, sarebbe potuto accadere se l'INA, invece di prescegliere la strada della sollecitazione dell'intervento interpretativo della Consob e della sua impugnativa unitamente alla norma regolamentare, avesse posto in essere atti volti a contrastare l'obiettivo dell'offerta senza ritenersi vincolata al rispetto dei presupposti dell'art. 104 TUF nella convinzione che la pendenza dell'offerta dovesse determinarsi solo con il deposito del documento di offerta (o che in concreto il comunicato delle Generali non avesse le caratteristiche necessarie per far aprire il periodo di offerta).

Volendo fare un altro esempio il giudice ordinario sarà sempre chiamato a valutare della legittimità di un regolamento o - secondo l'indirizzo inaugurato dalle pronunce che si annotano - dell'interpretazione che di esso (o di norme legislative) la Consob dovesse fare anche in risposta a quesiti, allorquando, per esempio, un cliente agisca per responsabilità nei confronti di un intermediario per aver questi violato una regola di comportamento posta dalla Consob; specularmente, in tal caso, l'intermediario che ritenga che la Consob abbia posto in un suo regolamento (o abbia interpretato in una comunicazione un suo regolamento) un obbligo di comportamento ritenuto non conforme a legge potrebbe adire il giudice amministrativo affinché questi compia, in sede di annullamento del regolamento e ancor prima in sede di sospensione, la stessa valutazione che competerebbe al giudice ordinario<sup>(58)</sup>.

Certo, si potrà sostenere - e forse con ragione - che si tratta di un portato inevitabile dell'intervento, tramite appunto la potestà normativa delle autorità indipendenti, delle regole amministrative nella disciplina dei rapporti interprivati nelle materie in questione. Vero è però

---

(58) *Un esempio significativo di questa tipologia di norma regolamentare è dato dagli interventi Consob in tema di dematerializzazione dei titoli quotati in cui vengono integralmente disciplinate in sede di regolamento le forme di costituzione, la disciplina efficacia e gli effetti delle garanzie reali sui titoli in questione.*

anche che un siffatto scenario delinea l'insorgere di una sovrapposizione di competenze giurisdizionali che non appare certo virtuoso, tanto più ove si rifletta che il rapporto fra le pronunce del giudice amministrativo e del giudice ordinario appare non agevole da definire.

Così, per stare al caso di specie, l'attuale sospensione dell'efficacia dell'art. 35 del regolamento Consob e dell'interpretazione data dalla medesima dell'art. 104 TUF per cui nel periodo d'offerta così definito vigeva la c.d. *passivity rule*, comporta che il giudice ordinario che sia chiamato a interpretare l'art. 104 TUF debba attenersi alla lettura prediletta dal giudice amministrativo in sede cautelare? E, per il caso che si voglia negare tale carattere vincolante a un provvedimento di mera sospensione, lo si dovrà invece riconoscere a una pronuncia definitiva del giudice amministrativo, così che il giudice amministrativo, per tale via, si troverà ad essere il giudice ultimo dell'interpretazione di norme legislative o regolamentari destinate a disciplinare rapporti negoziali e organizzativi di diritto privato?<sup>(59)</sup>.

Orbene, escluso che il conflitto fra privati che richieda un siffatto tipo di valutazioni possa essere sottratto al giudice ordinario (per quanto si voglia ritenere ampliata la competenza del giudice amministrativo a seguito dell'introduzione dell'art. 33, d.lgs. 31 marzo 1998, n. 80<sup>(60)</sup>), è evidente che la sistematica sovrapposizione di competenze che si delinea sta proprio nel peculiare atteggiarsi, in questi casi, della potestà normativa delle autorità indipendenti, e in particolare della Consob, rispetto alle ordinarie forme di esercizio del potere regolamentare delle autorità amministrative. Mentre infatti normalmente il regolamento pone disposizioni che attengono ai rapporti fra il privato e la pubblica amministrazione la cui violazione è, di regola, suscettibile di far scaturire un conflitto privato-pubblica amministrazione - che a seguito della recente riforma parrebbe esser divenuto l'unico criterio discrezionale della competenza del giudice amministrativo rispetto al giudice ordinario<sup>(61)</sup> - nella specie l'autorità indipendente risolve la sua potestà normativa finalizzata alla garanzia dell'ordinato corretto e trasparente svolgimento dell'attività dei mercati finanziari, nel dettare regole di comportamento nell'esplicazione dei comportamenti dei privati nell'ambito della loro attività negoziale e dunque - e infine - regole di disciplina dei conflitti fra privati, e non nella posizione di norme di tipo organizzativo

Se, come si diceva, tale notazione possa effettivamente e da sola giustificare, de iure condito, una affermazione di incompetenza del giudice amministrativo a conoscere delle questioni inerenti alla legittimità di tali regole e della loro interpretazione, è quesito al quale va forse ancora data una risposta negativa: sembra però evidente che si tratta di risposta che per un verso merita di esser sottoposta ad approfondito vaglio e che comunque, come si è visto, sul piano della coerenza sistematica non può non lasciare insoddisfatti.

---

(59) *E' appena il caso di rilevare che non può essere invocata come regola di chiusura del sistema il ricorso per Cassazione contro le pronunce del Consiglio di Stato in quanto esso è previsto solo in caso di eccesso di giurisdizione.*

(60) *Per una prima analisi della norma v. il commentario a cura di TRAVI, in Nuove leggi civ. comm., 1998, p. 208 7 ss..*

(61) *Questa l'opinione del Consiglio di Stato che v. riportata in TRAVI, op. cit., p. 211.*

Le pronunce che si annotano, come si è visto, fondano la loro competenza sulla larghissima formulazione dell'art. 33 del d. lgs. n. 80/1998 che parrebbe aver assimilato ogni controversia relativa alla regolamentazione del mercato mobiliare a una controversia inerente alla materia dei pubblici servizi<sup>(62)</sup> sì da attrarre ogni controversia "riferita all'ampia funzione regolatrice spettante alla Consob". Non si vuole qui entrare nella specifica esegesi dell'art. 33 d. lgs. n. 80/1998; certo è però che, da un lato, si è visto come appaia dubbia la riconducibilità delle autorità indipendenti alle amministrazioni pubbliche tradizionalmente intese; dall'altro lato, appare ben difficile considerare i soggetti operanti nel mercato finanziario come gestori di un pubblico servizio (e così integranti i soggetti delle controversie tipiche, ma per vero non esaustive, elencate all'art. 33, comma 2), così che l'argomento appare quantomeno generico nella sua posizione.

Più specifico è il rilievo operato dal Consiglio di Stato per cui la competenza del giudice amministrativo si giustificherebbe per il fatto che la comunicazione della Consob sarebbe espressione "di un potere amministrativo la cui effettività è garantita ... dalla sanzione di cui all'art. 192 ...". La norma, come è noto, prevede la sanzione amministrativa a carico di chi viola le disposizioni dei regolamenti emanati a norma dell'art. 103, commi 4 e 5 e a carico degli amministratori che eseguano operazioni in violazione della *passivity rule*. Questa osservazione del Consiglio di Stato potrebbe indurre a ritenere che sussista uno spazio di rilevanza tipicamente amministrativa in ordine all'esercizio della potestà regolamentare della Consob in materia e in ordine all'interpretazione dell'art. 104 TUF alla luce delle disposizioni regolamentari; da qui competenza del giudice amministrativo e interesse del destinatario della comunicazione interpretativa della Consob ad adire il giudice amministrativo e a fissare in capo a quest'ultimo la competenza a conoscere del regolamento e della sua interpretazione.

Tale argomento sollecita una riflessione sul terzo rilievo che si operava in ordine all'attività della Consob, quella che si esplica, appunto, nella risposta alle sollecitazioni dei soggetti operanti sul mercato mobiliare in forma di comunicazione. Nelle argomentazioni delle pronunce che si annotano a tali risposte o comunicazioni, pur constatandosi l'assenza della figura tipica del provvedimento amministrativo (che pur sempre è l'esplicazione di una potestà di imperio della pubblica amministrazione che provoca una situazione di soggezione del destinatario a uniformarsi al comportamento imposto o a subirne gli effetti negativi), si riconosce il carattere vincolante - così il TAR - e la manifestazione di un potere la cui violazione comporterebbe l'irrogazione della sanzione amministrativa.

Pervero nella tipologia degli atti della Consob la forza vincolante in senso proprio viene riconosciuta soltanto alle norme regolamentari e ai provvedimenti tipici previsti dalla legge (e così provvedimento di richiesta di informazioni, irrogazione di sanzioni, etc.): per fare un esempio, alle stesse raccomandazioni della Consob non viene riconosciuta alcuna forza vincolante, ricollegandosi al più l'effetto della c.d. *moral suasion*. Ebbene, nei provvedimenti che si annotano tale forza vincolante viene in realtà attribuita a ogni atto della Consob, pur privo di carattere specificamente impositivo di comportamenti, nel quale si esprima un'opinione dell'autorità in ordine

---

(62) E vedi i dubbi manifestati proprio in materia bancaria e mobiliare nel commentario di TRAVI, *op. cit.*, p. 210.

all'interpretazione di norme di legge o regolamentari: e, si noti bene, una forza vincolante nei confronti di chi quell'interpretazione abbia sollecitato.

Senza voler qui addentrarsi nell'esame dei presupposti di legittimazione ad agire innanzi al giudice amministrativo, e in particolare dell'interesse ad agire e dei correlati concetti di attualità e concretezza della lesione e vantaggio conseguibile con la domanda<sup>(63)</sup>, sembra però che gli atti della Consob nell'espletamento di tale attività interpretativa e collaborativa con i soggetti interessati al fine di render noti, per la miglior trasparenza e certezza della regole, gli orientamenti della Consob in ordine alle possibili questioni, non possano in alcun modo avere carattere vincolante nei confronti sia di chi quegli atti sollecita, sia della generalità degli operatori. A parte la notazione che, *stricto iure*, la Consob non sarebbe tenuta a svolgere tale attività di collaborazione, è evidente, per stare al caso di specie, che l'INA non riceveva (né la comunicazione della Consob aveva un siffatto tenore né testuale né implicito rimanendo sul piano della dialettica di opposte letture delle norme) alcun ordine di astenersi dal compimento di atti che ostacolassero l'offerta pubblica senza il rispetto dell'art. 104 TUF, né una minaccia di futura sanzione ex art. 192 TUF. INA, invece, sollecitava una valutazione informale preventiva sulla fattispecie, libera restando di correre il rischio di sostenere la legittimità del proprio operato sulla base di una diversa interpretazione della legge ovvero della tesi dell'illegittimità del regolamento che quella interpretazione in tesi consentiva. In tal caso INA avrebbe subito non già una certa sanzione, ma - anche a voler ragionare sul piano della realtà materiale e non formale - l'avvio di un procedimento sanzionatorio ex art. 195 TUF con proposta di irrogazione di sanzione della Consob, apertura del contraddittorio con possibilità di formulare deduzioni, e finale decisione motivata del Ministero del Tesoro, potendo altresì poi rivolgersi al giudice ordinario - la Corte d'Appello<sup>(64)</sup> - per ottenere la revoca del provvedimento. Nel contempo l'INA avrebbe affrontato il rischio di un'impugnativa - nuovamente davanti al giudice ordinario - dell'atto in quanto invalido per violazione dell'art. 104 TUF, con esame della problematica da parte di quel giudice. Per converso, la stessa Consob era da ritenere non vincolata in senso formale dall'interpretazione effettuata in una comunicazione e avrebbe potuto *re melius perpensa* rivedere il proprio avviso e decidere di non proporre sanzione.

Le riflessioni ora svolte - accanto alla rilevanza che si voglia loro attribuire sul piano della verifica della formale possibilità di adire il giudice amministrativo a fronte di atti della Consob di risposta a quesiti o esposti - rendono palese il grave rischio concreto che deriva dall'opzione operata dalle ordinanze che si annotano. Infatti se dovesse prender piede un siffatto orientamento la Consob, e così ogni altra autorità indipendente, si vedrebbero esposte al rischio di una "sindacabilità permanente" dei loro atti regolamentari sulla mera base di una risposta a un quesito a esse formulato. Poiché ogni violazione di regolamento, di norma, può essere suscettibile di cagionare una sanzione amministrativa, ogni interpretazione del regolamento, generale o

---

(63) *E così in particolare del rilievo, nella nostra fattispecie, della carenza di legittimazione ad agire per l'impugnativa di un regolamento in difetto dell'emanazione di un provvedimento lesivo degli interessi del ricorrente che lo applichi.*

(64) *Non è chiaro se l'intervento dell'art. 33 d.lgs. n. 80/1998 travolga anche tale competenza: v. il dubbio espresso nel commentario di TRAVI, op. cit., p. 213.*



particolare, diventerebbe atto tramite il quale non solo può esser “annullato” l’atto interpretativo (non vincolante né suscettibile di far scattare, foss’anche sul piano sostanziale, una sanzione), ma anche il regolamento sul quale esso si basa. Anche in questo caso è possibile che si tratti del portato del nostro sistema di controllo sugli atti amministrativi: certo è però che in tal modo si rischia di pervenire a una sorta di paralisi dell’importante e indispensabile attività di collaborazione fra Consob e soggetti operanti nel mercato finanziario attraverso la quale con tempestività i privati sono in grado di acquisire l’orientamento dell’autorità su casi dubbi ovvero non espressamente regolati dalla normativa primaria o secondaria, con conseguenze che, nuovamente, non consentono di definire virtuoso ed efficiente il sistema che si va delineando.

V’è poi un’ultima notazione di tipo procedurale che la lettura dei provvedimenti che si annotano istintivamente suscita. Il giudizio amministrativo sui regolamenti Consob e sulle comunicazioni in risposta a quesiti ed esposti è, sul piano effettuale, un giudizio di tipo esclusivamente cautelare, risolvendosi essenzialmente nella fase della sospensiva. Certamente questo giudizio ha il pregio della celerità: uno dei problemi più delicati dell’intero diritto delle offerte pubbliche di acquisto, e dal quale dipendono gli esiti di operazioni che coinvolgono enormi risorse finanziarie e in misura non lieve le sorti del risparmio del pubblico gestito sui mercati regolamentati, è stato risolto in venti giorni e tre pagine scarse di motivazione in primo e in secondo grado, facendo altresì giustizia di norme regolamentari poste dalla Consob. Si è, nei primi commenti specifici, osservato che il “giudice amministrativo dovrebbe cercare di motivare in modo più ampio le proprie ordinanze cautelari”<sup>(65)</sup> e certo il problema è di estrema delicatezza non potendosi - e tanto più quando si decide di incidere sulla potestà normativa delle autorità indipendenti - risolvere la motivazione nell’apodittica affermazione del contrasto del regolamento con la legge.

Ma vi è un ulteriore profilo da valutare con attenzione: il provvedimento di sospensiva, e in modo particolare se applicato a fattispecie di questo tipo, ha l’effetto di porre, nella vicenda concreta e tramite una cognizione sommaria ed immotivata, fine alla controversia. Se si pone mente al caso INA-Generali, poi, dove nella realtà l’offerta pubblica è stata successivamente valutata amichevole e non v’è stato luogo né a manovre difensive, né a controversie fra i “duellanti”, è presumibile che non si perverrà ad alcuna decisione di merito, vuoi per perenzione, vuoi per rinuncia, vuoi, se ben si vede, per sopravvenuta carenza di interesse al ricorso<sup>(66)</sup>.

Dunque, poiché il provvedimento di sospensione è strumentale a una pronuncia di merito che non sopravviene, all’atto della perenzione del giudizio di merito diverrà *tamquam non esset*: con quale effetto sulla certezza della normativa regolamentare e su eventuali modifiche successive del medesimo regolamento che fossero intervenute è facile immaginare.

---

(65) CLARICH, *op. loc. cit. Sulla normale assenza di motivazione dei provvedimenti di sospensione v. in sede istituzionale, MAZZAROLLI - PERICU - ROMANO - ROVERSI MONACO - SCOCA, “Diritto amministrativo”, II, Bologna, 1993, p. 1663.*

(66) *Che secondo la giurisprudenza del Consiglio di Stato deve permanere sino al momento della decisione: v. MAZZAROLLI - PERICU - ROMANO - ROVERSI MONACO - SCOCA, op. cit., p. 1587.*

10. Se dalle considerazioni sinora svolte può trarsi una conclusione essa è certo quella dell'inadeguatezza del sistema dei controlli giurisdizionali sugli atti normativi e sui provvedimenti della Consob e della necessità di uno specifico intervento legislativo in materia. L'inadeguatezza si coglie sotto vari profili:

- a) sotto il profilo della carenza della previsione di una forma di controllo giurisdizionale unitaria che eviti le individuate sovrapposizioni di intervento e i possibili problemi di interferenza e conflitto fra le varie autorità oggi competenti a conoscere della legittimità degli atti della Consob. Carenza particolarmente significativa nel settore dei mercati finanziari dove gli operatori avvertono l'esigenza di poter disporre di una normativa accessibile e di prevedibile interpretazione e per la quale sia dunque previsto anche un sistema di controllo i cui meccanismi siano chiari e immediatamente percepibili dal mercato;
- b) sotto il profilo di una regolamentazione procedurale di tale forma di controllo che assicuri nel contempo rapidità dei tempi di decisione ed accuratezza del giudizio;
- c) sotto il profilo dell'attribuzione di tali competenze di controllo giurisdizionale a un giudice che assicuri un elevato grado di conoscenza degli specifici problemi del settore regolato e così del mercato finanziario. Non è qui il caso di rinnovare le ormai consuete constatazioni sull'elevatissimo grado di complessità ed evoluzione che necessariamente ha la regolamentazione dei mercati finanziari, dovuta vuoi alla delicatezza degli interessi coinvolti, vuoi alla complessità degli strumenti operativi adottati, vuoi alla naturale globalizzazione dei mercati che impone il costante raffronto con i concorrenti sistemi. Costatazioni che rappresentano una delle principali ragioni della necessità dell'istituzione di una autorità indipendente di garanzia e controllo del mercato e, soprattutto, dell'attribuzione alla medesima di estesi poteri normativi. Ne discende, sul piano dell'opportunità, che anche il controllo giurisdizionale venga affidato a un organo specializzato competente in via riservata a conoscere delle controversie che coinvolgano la valutazione degli atti della Consob<sup>(67)</sup>.

A tal proposito va segnalato che la Commissione Mirone per la riforma delle società non quotate ha elaborato uno schema di disegno di legge delega nel quale all'art. 11 viene prevista l'istituzione di sezioni specializzate nella trattazione delle cause e dei ricorsi camerali in materia commerciale e più specificamente nelle "materie disciplinate dal Testo Unico sulla Finanza ... attribuite alla giurisdizione del giudice ordinario". Per quanto la locuzione utilizzata sembri voler far salve le attribuzioni del giudice amministrativo in materia (e così, parrebbe, proprio il controllo sugli atti della Consob), appare evidente come proprio tale istituzione, volta precisamente a

---

(67) *Naturalmente tale organo dovrà avere caratteristiche di indipendenza tali da non pregiudicare, per il tramite della potestà di sindacato giurisdizionale, l'indipendenza dell'autorità. Si noti che un organo di controllo indipendente e specializzato si pone come lo strumento per realizzare nel modo migliore il controllo anche sotto il profilo della mancanza di qualsivoglia forma di impropria "sudditanza" che potrebbe derivare dal controllare atti di un'autorità indipendente che, per definizione, è dotata di conoscenza approfondita dei meccanismi economici e finanziari che è chiamata a regolare. Sulla necessità di affidare a un giudice specializzato la materia del controllo giurisdizionale sugli atti della Consob v., con chiarezza, RORDORF, "Giudice per il mercato o mercato senza giudici?", intervento al convegno La riforma delle società: la tutela giudiziaria, Alba, 20 novembre 1999, di prossima pubblicazione in Società, par. 4.2.*

consentire che esistano giudici atti a risolvere questioni “che richiedono un elevato grado di conoscenza nei settori economico e finanziario”, di modo da “assicurare una più rapida ed efficace definizione” della cause, possa rappresentare il mezzo più idoneo a realizzare gli interventi normativi atti a soddisfare le esigenze descritte.

Nel disegno di legge delega, infatti, non solo è prevista la specializzazione del giudice anche tramite l’adozione di appositi criteri di selezione e formazione e aggiornamento professionale, ma viene anche aperta la possibilità di disegnare modelli di rito volti a conciliare rapidità, accuratezza del giudizio e rispetto del contraddittorio, tali da render possibile l’adeguamento delle forme processuali alla realtà concreta sulla quale il giudizio incide.

Si tratta cioè di un disegno di legge delega che consentirebbe di affrontare in maniera globale e non frammentaria l’intero problema del controllo giurisdizionale sugli atti della Consob; potrebbe, tramite l’individuazione delle materie riservate alla conoscenza delle sezioni specializzate, anche procedersi a una più puntuale individuazione delle tipologie di provvedimenti con riguardo alle forme del loro controllo giurisdizionale, così da completare un tassello certamente oggi mancante nella disciplina dell’ autorità di settore e che consentirebbe agli operatori di non dover guardare al controllo giurisdizionale sugli atti della Consob come a una alternativa fra la rinuncia ad iniziative inutili, poiché inevitabilmente intempestive, e l’ottenimento di provvedimenti provvisori e non motivati.



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* *Aspetti 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 T. 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)
- N. 30 *Studi e Ricerche* *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano*, di C. Di Noia e L. Piatti (Settembre 1998)

- N. 31 *Documenti*      *La globalizzazione dei mercati e l'armonizzazione delle regole contabili*, Atti del convegno, Palazzo Mezzanotte, Milano 19 febbraio 1997 (Ottobre 1998)
- N. 32 *Documenti*      *Seminario internazionale in materia di Opa*, Atti del convegno, Palazzo Giustiniani, Roma 29 maggio 1998 (Marzo 1999)
- N. 33 *Studi e Ricerche*      *The Stock-Exchange Industry: Network Effects, Implicit Mergers, and Corporate Governance* di C. Di Noia (Marzo 1999)
- N. 34 *Studi e Ricerche*      *Opzioni sul Mib30: proprietà fondamentali, volatility trading e efficienza del mercato*, di L. Cavallo, Paolo Mammola e D. Sabatini (Giugno 1999)
- N. 35 *Studi e Ricerche*      *La quotazione e l'offerta al pubblico di obbligazioni strutturate*, di M. Longo e G. Siciliano (Agosto 1999)
- N. 36 *Studi e Ricerche*      *Studi in materia di intermediari non bancari*, (Ottobre 1999)
- N. 37 *Studi e Ricerche*      *La decorrenza della passivity rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale*, di G. Presti e M. Rescigno (Aprile 2000)

## **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. 16716029 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



