
**LA CONTENDIBILITA' DEL CONTROLLO DELLE IMPRESE:
MISURE DIFENSIVE E TUTELA DEL MERCATO**

Relazione al Convegno Synergia Formazione

“Le partecipazioni reciproche e le partecipazioni rilevanti”

Milano, 16 dicembre 2008

Avv. Francesco Gianni

Gianni, Origoni, Grippo & Partners

1. La disciplina delle partecipazioni reciproche: finalità e riflessi applicativi; 1.1 Introduzione generale; 1.2 Possibilità di innalzamento del limite massimo di partecipazioni reciproche in società quotate; 1.3 Le partecipazioni incrociate indirette e le partecipazioni incrociate “triangolari”; 1.4 L'esclusione in caso di OPA; 1.5 Partecipazioni reciproche coinvolgenti società quotate estere; 2. La disciplina delle partecipazioni rilevanti: finalità e riflessi applicativi; 2.1 Introduzione generale; 2.2 Concetto e calcolo della partecipazione rilevante; 2.3 La disciplina delle partecipazioni rilevanti ai fini OPA; 2.4 Modalità e termini della comunicazione; i soggetti tenuti alla comunicazione; 3. Riflessioni alla luce della crisi dei mercati finanziari.

1. La disciplina delle partecipazioni reciproche: finalità e riflessi applicativi

1.1 Introduzione generale

Come argutamente rappresentato dal Commissario della CONSOB Luca Enriques nel corso di un recente convegno¹, “dieci anni di vigenza del TUF hanno dimostrato a sufficienza che è sostanzialmente fallito il

¹ Convegno “Dieci anni di Testo unico della Finanza: bilanci e prospettive”, Università di Roma Tor Vergata, 29 ottobre 2008.

tentativo di rendere le società scalabili "per decreto" (in particolare, con la passivity rule e la neutralizzazione dei patti parasociali)". Secondo Enriques, infatti, l'effetto delle regole come quelle sopra citate "è di spingere i soci di controllo verso un maggiore ricorso ai gruppi piramidali, alle partecipazioni reciproche o a forme di coalizione formali o informali, quali i patti parasociali".

Tralasciando la trattazione delle importanti novità introdotte dal recente decreto legge 29 novembre 2008, n. 185 in tema di *passivity rule*, atteso che tale disamina esulerebbe dalle finalità della presente relazione, l'attenzione sarà particolarmente incentrata su una delle caratteristiche peculiari del nostro capitalismo: le partecipazioni reciproche .

Il fenomeno dell'incrocio azionario non costituisce per il diritto comune societario un evento rilevante, ad eccezione dell'ipotesi in cui una delle due società detenga il controllo di diritto dell'altra ai sensi dell'art. 2359 c.c.. In tale caso, infatti, l'art. 2359-*bis* c.c. prevede limiti quantitativi alle partecipazioni che possono essere acquisite dalla società controllata nella propria controllante, una specifica disciplina dei mezzi utilizzabili per l'acquisto, nonché particolari cautele procedurali nell'autorizzazione dell'acquisto (di competenza dell'assemblea dei soci) e, infine, limitazioni nell'esercizio dei diritti amministrativi e patrimoniali che spetterebbero alla società controllata in ragione della partecipazione acquisita nel capitale della controllante.

La disciplina contenuta nel codice civile risulta, quindi, essenzialmente incentrata sulla società controllata: è su di essa che si opera al fine di evitare, da un lato, che si vengano a creare partecipazioni rappresentative, almeno in parte, di uno stesso patrimonio reale e, dall'altro lato, che si venga in qualche misura ad inquinare il principio di autonomia tra organo proprietario e organo gestorio, consentendo agli amministratori della società controllante di incidere nelle votazioni dell'assemblea della stessa per il tramite degli amministratori della società controllata da loro nominati.

Venendo alla specifica disciplina in materia di società quotate, è opinione condivisa che la normativa sulle partecipazioni reciproche contenuta nel TUF, miri principalmente ad assicurare una sufficiente circolazione dei diritti proprietari delle società che si rivolgono al pubblico risparmio, impedendo che il loro governo, attraverso il ricorso a partecipazioni reciproche, sia sottratto al mercato e rimesso alla reciproca cooptazione fra i gruppi di controllo ed i gestori delle società coinvolte. In particolare, la *ratio* della norma è individuabile

nel tentativo di evitare che l'incrocio di partecipazioni determini pericolosi inquinamenti del processo di formazione della volontà assembleare delle società coinvolte.

Del resto, anche nella letteratura economica, si riconosce che la possibilità di effettuare incroci azionari con altre società è, in generale, uno strumento di cui ci si avvale per ridurre la quota di capitale proprio che un gruppo di azionisti deve investire per conquistare, mantenere e difendere, soprattutto in caso di scalata ostile, il controllo della società.

Alla luce di queste considerazioni preliminari, si può meglio comprendere il significato della disposizione contenuta nell'art. 121, comma 1 del TUF ai sensi della quale, fuori dai casi previsti dall'art. 2359-*bis* c.c., in caso di partecipazioni reciproche eccedenti rispettivamente il 2% in una società con azioni quotate e il 10% in società per azioni non quotate o in società a responsabilità limitata, la società che ha superato il limite successivamente non può esercitare il diritto di voto inerente alle azioni o quote eccedenti ed è tenuta ad alienarle entro 12 mesi dalla data in cui ha superato il suddetto limite. La norma dispone, inoltre, che in caso di mancata alienazione, la sospensione del diritto di voto si estenderà all'intera partecipazione.

Per completezza, va detto che, oltre alle menzionate sanzioni civili, il nostro ordinamento prevede anche sanzioni penali ed amministrative in caso di violazione dei limiti alle partecipazioni reciproche: sotto il profilo penale, la norma di riferimento è l'art. 173 del TUF (il quale, fra l'altro, non trova applicazione nel caso di incroci "triangolari") che sanziona la violazione dell'obbligo di alienare, entro il termine massimo di 12 mesi, le azioni eccedenti la percentuale consentita. L'art. 193 del TUF, invece, prevede l'irrogazione di una sanzione amministrativa pecuniaria per la violazione dei divieti di cui all'art. 121, commi 1 e 3 del TUF.

Ai fini della citata disciplina, rilievo fondamentale assume la possibilità di individuare, in concreto, il momento in cui si deve ritenere avvenuto il superamento delle soglie rilevanti, visto che le conseguenze previste ricadono solo sulla società che, per ultima, abbia superato le relative soglie di rilevanza.

A tal riguardo, in relazione alle ipotesi statisticamente più frequenti di acquisto di partecipazioni in società quotate, ovvero le operazioni di compravendita realizzate in un mercato regolamentato, il momento al quale si dovrà fare riferimento è la data di conclusione del contratto, indipendentemente dalla successiva data di

liquidazione dell'operazione. In tutti gli altri casi, si dovrà fare riferimento alla data di perfezionamento dell'atto di acquisto della partecipazione ai sensi della rispettiva disciplina civilistica.

Analizzando ora alcune delle fattispecie per effetto delle quali è possibile acquisire una partecipazione rilevante ai fini dell'incrocio, va rilevato ad esempio che, nel caso di aumento a pagamento del capitale sociale, il momento dell'acquisto rilevante ai fini dell'applicazione dell'art. 121 del TUF deve rintracciarsi nella data del deposito per l'iscrizione nel registro delle imprese dell'avvenuta variazione del capitale sociale, ai sensi dell'art. 2444 c.c.. Nell'ipotesi di aumento gratuito o di riduzione del capitale per perdite, invece, occorre considerare il momento in cui la relativa delibera assembleare viene iscritta nel registro delle imprese ai sensi dell'art. 2436 c.c., e non il momento anteriore in cui la delibera è stata assunta, giacché solo con l'iscrizione nel registro delle imprese, la delibera di aumento gratuito o riduzione per perdite può essere eseguita. Nel caso di superamento delle soglie in esame a seguito di operazioni di fusione o scissione (ai sensi, rispettivamente, dell'art. 2504-*bis*, comma 2 c.c. e dell'art. 2506-*quater*, comma 1 c.c.), infine, la data rilevante sarà quella in cui è compiuta l'ultima delle iscrizioni richieste, a seconda dei casi, per l'atto di fusione o di scissione, salvo che sia stabilito che gli effetti dell'operazione debbano decorrere a far data da un momento successivo.

Come accennato, l'art. 121 del TUF prevede espressamente che i limiti alle partecipazioni incrociate non trovino applicazione nei casi previsti dall'art. 2359-*bis* c.c., che, come noto, disciplina in via generale l'incrocio azionario fra società controllante e società controllata. Da ciò deriva che il fenomeno delle partecipazioni reciproche viene disciplinato esclusivamente dalle norme contenute nell'art. 2359-*bis* c.c., anche con riferimento alle società quotate, in tutti i casi in cui al verificarsi dell'incrocio fra le due società sussista una relazione di controllo unilaterale e, di conseguenza, solamente nel caso in cui non vi sia tale relazione di controllo troveranno applicazione i più stringenti limiti quantitativi sanciti dall'art. 121 del TUF.

E' bene sottolineare, comunque, che le regole ed i limiti indicati nell'art. 2359-*bis* c.c. troveranno applicazione solamente nell'ipotesi in cui una società acquisti una partecipazione nella società che già la controlla, restando inteso che nel caso in cui una società quotata voglia acquisire il controllo di un'altra società la quale detiene nella prima una partecipazione rilevante ai sensi dell'art. 121 del TUF (ma non il controllo), l'art. 2359-*bis* c.c. non sarà applicabile. La circostanza per cui, all'esito della citata operazione, si venga a determinare una relazione di controllo fra le società parte dell'incrocio azionario non consente di per

sé di rendere applicabile l'art. 2359-*bis* c.c., che, come detto, presuppone l'antecedenza temporale del controllo unilaterale rispetto all'incrocio di partecipazioni.

La dottrina prevalente è concorde nell'affermare che l'impossibilità di applicare congiuntamente la disciplina codicistica e quella speciale in materia di partecipazioni reciproche contenuta nel TUF non implica che nelle fattispecie regolate dall'art. 2359-*bis* c.c. venga meno l'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti di cui all'art. 120 del TUF. Conseguentemente, la società controllata che abbia "provocato" l'incrocio azionario, acquistando una partecipazione rilevante nella propria società controllante quotata, sarà soggetta ai limiti ed alle regole dettate dall'art. 2359-*bis* c.c. (e non alla normativa prevista ai sensi dell'art. 121 del TUF), ma sarà comunque tenuta a comunicare alla propria controllante partecipata ed alla CONSOB l'acquisto di una partecipazione superiore al 2%, in conformità con quanto previsto dall'art. 120 del TUF.

Tale interpretazione è giustificata non solo dalla differente *ratio* che sorregge l'obbligo di comunicazione di partecipazioni rilevanti, da una parte, ed i limiti alle partecipazioni reciproche, dall'altro, ma anche dalla scelta di collocare le due discipline in due distinti articoli del TUF (rispettivamente, gli articoli 120 e 121 del TUF). Da sottolineare, inoltre, che solo in relazione alla disciplina delle partecipazioni reciproche viene espressamente sancita l'incompatibilità con l'art. 2359-*bis* c.c.².

1.2 Possibilità di innalzamento del limite massimo di partecipazioni reciproche in società quotate

Nella disciplina delle partecipazioni reciproche risulta di particolare interesse la disposizione contenuta nel secondo comma dell'art. 121 del TUF che prevede la possibilità di elevare il limite dell'incrocio dal 2% al 5%, a patto che vengano rispettate certe condizioni, essenzialmente di carattere procedurale. In particolare, il limite può essere elevato al 5%, a condizione che il superamento del 2% da parte di entrambe le società avvenga a seguito di un accordo preventivamente autorizzato dall'assemblea ordinaria delle stesse società interessate.

Come è stato osservato sin dai primi commentatori, tale previsione è stata introdotta al fine di consentire forme più articolate di integrazione imprenditoriale, consentendo la formazione di alleanze industriali anche attraverso l'assunzione di partecipazioni reciproche, in modo da evitare che le imprese italiane si trovino in

² L'esordio dell'art. 121, comma 1 del TUF ("*Fuori dai casi previsti dall'articolo 2359-bis del codice civile, ...*") è, a tal riguardo, inequivocabile.

posizione di svantaggio competitivo rispetto alle concorrenti europee, in considerazione del fatto che in altri ordinamenti i limiti massimi previsti per le partecipazioni reciproche sono più elevati rispetto alle soglie sancite dal TUF.

Nonostante la facoltà di superare il limite agli incroci sia stata prevista dal legislatore anzitutto con lo scopo di agevolare accordi industriali fra le società, è doveroso sottolineare che, ai fini dell'applicabilità dell'art. 121, comma 2 del TUF, non risulta necessario fare espresso riferimento (nella delibera o nell'accordo) ad intese industriali o comunque di tipo aggregativo, essendo sufficiente al riguardo che l'accordo (a prescindere dal suo contenuto concreto) sia autorizzato dall'assemblea dei soci, in modo tale che questi ultimi abbiano il potere di controllare la rispondenza dell'accordo stesso all'interesse sociale, evitando che il ricorso ad un incrocio azionario rafforzato sia in realtà uno strumento utilizzato dagli amministratori per il consolidamento della loro posizione.

Alla luce di quanto appena osservato, dovrebbe ritenersi che la disposizione in esame condiziona il superamento del limite all'esistenza di un interesse comune delle due società all'operazione, il quale viene liberamente espresso e determinato dall'assemblea dei soci e che può essere riconducibile non solo ad un accordo di tipo industriale, ma anche di natura finanziaria. In ragione di tale interpretazione, l'unico limite rinvenibile dovrebbe essere costituito dalla necessità che le delibere assembleari e l'accordo negoziale tra le due società siano adottati nel pieno rispetto delle disposizioni sul conflitto d'interesse del socio e sugli interessi degli amministratori, previste, rispettivamente, dagli artt. 2373 c.c. e 2391 c.c..

L'autorizzazione al superamento assume, in altri termini, una doppia rilevanza: da un lato, essa consente agli organi societari di procedere all'acquisto; dall'altro, consente di innalzare il limite entro il quale l'incrocio è irrilevante, portandolo oltre il 2% e fino al tetto massimo del 5%.

Può accadere che le assemblee sociali siano chiamate ad autorizzare la stipula di un accordo che preveda il superamento dei limiti di incrocio prima che le due società superino, rispettivamente, le soglie di partecipazione del 2% nell'altra. In tal caso, conformemente alla sequenza prevista dall'art. 121, comma 2 del TUF, prima dovrà tenersi l'assemblea, poi verrà concluso l'accordo, e solo successivamente, una volta elevate le soglie di irrilevanza dell'incrocio, ciascuna società potrà procedere all'acquisto, restando inteso

che la società che supererà per prima la nuova soglia, obbligherà l'altra ad attestarsi sotto di essa, pena le citate sanzioni previste nel TUF.

E' bene poi sottolineare che l'acquisto delle partecipazioni incrociate, nonostante l'intervento dell'assemblea, rimane, comunque, un atto di competenza degli amministratori. Ciò assume rilevanza sia sotto il profilo della loro responsabilità, sia sotto quello dei poteri di rappresentanza. In primo luogo, infatti, resta inteso che gli amministratori risulteranno pienamente responsabili, anche in presenza dell'approvazione assembleare, in caso di acquisti di partecipazioni reciproche circoscritti nell'ambito della soglia del 5%, ma risultanti dannosi per l'integrità patrimoniale della società. In secondo luogo, la mancanza o il rifiuto dell'autorizzazione assembleare all'accordo per innalzare la soglia al 5% non determinerà una limitazione dei poteri di rappresentanza ai sensi dell'art. 2384 c.c., comportando solo la sospensione del diritto di voto e l'obbligo di alienazione in relazione alle azioni eccedenti il limite generico del 2%, secondo quanto previsto dal comma 1 dell'art. 121 del TUF.

1.3 Le partecipazioni incrociate indirette e le partecipazioni incrociate "triangolari"

Le limitazioni agli incroci di partecipazioni di cui sopra trovano applicazione non solo nelle ipotesi di partecipazioni reciproche dirette, ma anche nel caso di incrocio indiretto o mediato. Con specifico riferimento alle partecipazioni detenute indirettamente attraverso società controllate, occorre osservare che per aversi fra due società un incrocio indiretto, soggetto alle previsioni dell'art. 121 del TUF, risulterà necessaria una catena di controllo ininterrotta fra la società A e tutte le società che separano la stessa dalla società B, fatta eccezione per la società che partecipa direttamente in B (la quale è sufficiente che possieda una partecipazione rilevante ai sensi dell'art. 120 del TUF). Quest'ultima dovrà poi a sua volta possedere, direttamente o attraverso società controllate, una partecipazione rilevante, ma non di controllo, in A.

Fattispecie diversa dalla partecipazione reciproca indiretta è l'ipotesi del cosiddetto incrocio "triangolare", disciplinato dall'art. 121, comma 3 del TUF, ai sensi del quale nel caso in cui un soggetto controlli una società quotata e contestualmente detenga una partecipazione superiore al 2% in un'altra quotata, quest'ultima ed il soggetto che la controlla non potranno acquistare una partecipazione superiore al 2% nella società quotata controllata dal primo soggetto.

Scopo della norma è quello di espandere la disciplina limitativa degli incroci azionari fra società quotate anche con riferimento a quei casi di incroci fra gruppi ai quali appartengono società quotate, in modo tale da colpire eventuali forme di elusione del limite alle partecipazioni reciproche dirette.

Va sottolineato, peraltro, che le sanzioni previste nel caso di violazione della norma di cui sopra coincidono solo parzialmente con quelle relative alle partecipazioni incrociate dirette, dal momento che nei confronti del soggetto che per secondo acquista una partecipazione incrociata triangolare superiore alla soglia di rilevanza si applicherà la sospensione del diritto di voto sull'eccedenza, non essendo invece previsto l'obbligo di alienare l'eccedenza entro i successivi 12 mesi (e, quindi, neppure l'estensione della sospensione del diritto di voto all'intera partecipazione in caso di mancata alienazione).

Se, dunque, l'incrocio triangolare è valido ed ha come sanzione unicamente la sospensione del diritto di voto sull'eccedenza, ciò potrebbe voler dire che esso può avere natura permanente senza limiti quantitativi. Tale soluzione solleva per la verità alcuni dubbi circa la sua coerenza con gli obiettivi di fondo del TUF se si considera, ad esempio, l'ipotesi in cui l'incrocio venga concertato ed attuato da gruppi di comando di due diverse quotate per costituire un patto non scalfibile. Qualora non si riesca a stabilire quale dei due gruppi abbia superato la soglia rilevante per secondo, questi potrebbero accordarsi in modo che l'uno, da un lato, accetterà di non votare, se non nei limiti della soglia nella società quotata controllata dall'altro, e quest'ultimo farà altrettanto nella quotata del primo. Attraverso tale meccanismo, il controllo operato da ciascun gruppo industriale sulla rispettiva società quotata verrebbe rafforzato con l'ausilio del *partner*, non consentendo agli azionisti di minoranza di avere alcuna voce in capitolo nella formazione di queste aggregazioni.

Per quanto riguarda la possibilità di innalzamento del limite massimo di partecipazioni reciproche sancito dall'art. 121, comma 2 del TUF, va osservato che la prevalente dottrina ritiene che la norma non trovi applicazione analogica anche con riferimento agli incroci triangolari.

Da una parte, tale dottrina richiama l'osservazione storico-letterale del contenuto della norma anche alla luce della sua evoluzione rispetto al progetto Draghi: l'originario art. 145 di tale progetto disciplinava, infatti, rispettivamente al primo e secondo comma, le partecipazioni reciproche "dirette" e quelle "triangolari"; coerentemente, la possibilità di elevare la soglia del 2% era espressamente riferita ai "*limiti indicati nel 1° e 2° comma*" e, quindi, ad entrambe le fattispecie di incrocio in parola. In sede di conversione, però, la

formulazione letterale della disposizione è stata sostituita con quella contenuta nell'attuale art. 121, comma 2 del TUF ove il riferimento è, esclusivamente, al "*limite del 2% richiamato nel comma 1*", attualmente riferibile soltanto agli incroci diretti.

In secondo luogo, i commentatori evidenziano la difficoltà di individuare, nel caso degli incroci di gruppo, le assemblee competenti a deliberare l'autorizzazione degli "accordi in deroga". Ciò in quanto i soggetti coinvolti, o comunque interessati, nelle fattispecie di incrocio triangolare sono indubbiamente non solo le società quotate i cui titoli vengono acquisiti, ma anche i soggetti che controllano queste ultime, cui, in ultima analisi, potrebbero ricondursi le decisioni di acquisto.

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

Analogo orientamento in merito ha assunto la CONSOB, la quale in diverse occasioni si è espressa sul punto affermando che la possibilità di elevazione della soglia di reciprocità, mediante accordo preventivamente autorizzato dalle assemblee ordinarie delle società interessate, così come prevista dall'art. 121, comma 2 del TUF, debba considerarsi applicabile esclusivamente alle fattispecie di incrocio diretto di cui al comma 1 della medesima disposizione e non a quelle di partecipazioni reciproche triangolari di cui al successivo comma 3³.

Da ultimo, ai fini dell'applicabilità della disciplina relativa agli incroci triangolari, merita di essere analizzata l'ipotesi in cui l'insorgere dell'incrocio descritto non sia conseguenza dell'acquisizione volontaria di una partecipazione *ultra limen* nella società quotata, ma si verifichi per effetto di altri eventi (e.g., una fusione per incorporazione). Al riguardo, secondo l'interpretazione fornita dalla CONSOB, risultano irrilevanti le modalità con le quali si perviene all'insorgere dell'incrocio azionario tra le società interessate, anche in considerazione del fatto che, in generale, l'art. 121 del TUF non prevede quale requisito per l'applicazione della relativa disciplina che il superamento del limite consegua, necessariamente, all'acquisizione volontaria della partecipazione eccedente.

³ Si veda, ad esempio, la Comunicazione CONSOB n. DEM/2061581 del 16 settembre 2002.

1.4 L'esclusione in caso di OPA

L'art. 121, comma 5 del TUF dispone che i limiti previsti per le partecipazioni reciproche possono essere superati nel caso in cui ciò avvenga per effetto di un'offerta pubblica di acquisto diretta a conseguire almeno il 60% delle azioni ordinarie (c.d. OPA preventiva parziale).

La ragione di tale esclusione è riconducibile alla volontà di evitare che l'incrocio di partecipazioni costituisca uno strumento da utilizzare come tecnica di difesa da parte della società *target* di un'OPA, dal momento che, in sua assenza, gli amministratori della stessa potrebbero facilmente neutralizzare gli effetti dell'offerta stessa, procedendo all'acquisto di una partecipazione eccedente le relative soglie di rilevanza nel capitale della società che l'ha promossa, prima che essa venga completata. In questo modo, la società offerente supererebbe per seconda la soglia rilevante ai fini dell'incrocio, subendo non solo il conseguente congelamento dei diritti di voto relativi alle partecipazioni acquistate all'esito dell'OPA, ma essendo altresì costretta ad alienare le azioni eccedenti la soglia massima prevista dall'art. 121, commi 1 o 2 del TUF. E' evidente come in tali situazioni il legislatore abbia scelto di porre le esigenze difensive della società *target* in secondo piano rispetto all'interesse del soggetto che intenda acquisirne il controllo tramite un'OPA; ciò, essenzialmente, allo scopo di assicurare la necessaria contendibilità del mercato.

Per poter rientrare nell'ambito di applicazione della citata esenzione, la norma non richiede che l'OPA sia promossa sulla totalità del capitale della *target*, essendo viceversa sufficiente che questa sia diretta a conseguire almeno il 60% delle azioni ordinarie. Nel caso in cui l'OPA abbia effettivamente successo, o consenta comunque di acquisire una partecipazione di controllo nella *target*, è interessante osservare che, come è stato sostenuto da autorevole dottrina, la deroga in esame potrebbe peraltro comportare rischi di annacquamento del capitale, laddove l'OPA sia stata promossa sulle azioni di una società che, pur non controllando a sua volta la società offerente, detenga nel capitale della stessa una partecipazione particolarmente significativa (ad esempio, superiore al 30%).

In tale eventualità, infatti, in caso di esito favorevole dell'OPA preventiva parziale, la società offerente si troverebbe a controllare una società che detiene in essa una partecipazione considerevolmente superiore al limite quantitativo previsto ai sensi dell'art. 2359-bis c.c.. Quest'ultima norma non sembrerebbe, fra l'altro, neppure trovare applicazione nella fattispecie sopra menzionata, dal momento che l'incrocio non verrebbe

originato dall'acquisto di una partecipazione della controllante da parte della controllata. Il rischio di annacquamento non potrebbe, infine, in alcun modo venire circoscritto ove non si ritenesse neppure applicabile alla fattispecie in esame l'art. 2359-*quater*, comma 3 c.c. che, in particolare, disciplina i casi di superamento del limite previsto dall'art. 2359-*bis*, comma 3 c.c. per effetto di circostanze sopravvenute.

1.5 Partecipazioni reciproche coinvolgenti società quotate estere

Con riferimento alla possibilità di applicare la disciplina di cui all'art. 121 del TUF anche in ipotesi di incroci coinvolgenti società straniere, occorre considerare che, a dispetto del dettato dell'art. 119 del TUF, che, nel definire l'ambito di applicazione delle successive norme, fa espresso riferimento solo alle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea, non risulta del tutto chiaro se il regime legale in materia di partecipazioni reciproche possa trovare applicazione anche nel caso di società quotate estere. Ad una prima lettura della norma, infatti, resterebbero escluse le società che, pur emettendo titoli ammessi a negoziazione in uno di tali mercati regolamentati, non possano dirsi di nazionalità italiana.

L'evidente intento legislativo di regolare tutte le possibili forme di partecipazione incrociata in cui sia coinvolta una società italiana quotata ha indotto tuttavia la CONSOB, che sul punto si è espressa in una sua comunicazione⁴, a ritenere che, ai fini della disciplina in esame, le società straniere con titoli ammessi in un mercato regolamentato italiano, in quanto non rientranti nella nozione di "emittente azioni quotate avente l'Italia come stato membro d'origine" prevista dall'art. 120, comma 2 del TUF siano per ciò stesso assimilabili alle società non quotate e, quindi, assoggettate al relativo regime.

Di conseguenza, in base a tale interpretazione, la partecipazione incrociata tra una società italiana quotata ed una società straniera quotata (da considerarsi alla stregua di una non quotata) sarebbe soggetta al disposto degli artt. 120, commi 2 e 3, e 121, comma 1 del TUF: la società quotata straniera non potrebbe acquisire una partecipazione superiore al 2% nella società italiana, la quale, a sua volta, non potrebbe superare la soglia rilevante del 10% del capitale della società quotata estera.

⁴ Comunicazione CONSOB n. DIS/99075915 del 18 ottobre 1999.

Va comunque tenuto presente che una parte della dottrina ha assunto un'opinione differente al riguardo, sostenendo che il regime delle partecipazioni incrociate, quale definito dal TUF, non trovi applicazione nei confronti di una società estera oggetto dell'incrocio, fatta eccezione per l'obbligo sancito dall'art. 120 del TUF di comunicazione del superamento di una delle soglie rilevanti di partecipazione, rifiutando in sostanza l'analogia proposta dalla CONSOB fra società quotate estere e società non quotate.

2. La disciplina delle partecipazioni rilevanti: finalità e riflessi applicativi

2.1 Introduzione generale

La disciplina delle partecipazioni rilevanti, così come costruita dal legislatore all'art. 120 del TUF, si applica unicamente alle società con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea aventi l'Italia come Stato membro d'origine. Nel caso in cui poi l'emittente italiano sia quotato solo all'estero, la CONSOB, ai sensi dell'art. 124 del TUF, ha la facoltà di dichiarare inapplicabile, anche solo parzialmente, tale disciplina, a patto che sussistano nell'ordinamento estero norme che perseguano analoghe finalità.

Gli oneri di comunicazione sanciti dalla norma in esame non riguardano solo le partecipazioni in società quotate aventi l'Italia come Stato membro di origine, ma anche quelle detenute dalle medesime società quotate in società non quotate. Al riguardo, va sottolineato che, mentre per una partecipazione in una società quotata il concetto di rilevanza viene ad assumere un valore non solo quantitativo, ma anche qualitativo, nel senso che risulta importante conoscere la composizione dell'azionariato per orientare le decisioni di investimento, la comunicazione di una partecipazione in una società non quotata diventa meno necessaria (anche nel caso di partecipazione quantitativamente consistente), proprio perché non attiene all'assetto proprietario, ma alle modalità con le quali la società quotata sta orientando i suoi investimenti o si è strutturata per svolgere la sua attività, con la conseguenza che l'obbligo di comunicazione sottostante assume un peso, in termini di importanza, decisamente differente.

Dal contenuto delle norme attuative dettate dal Regolamento CONSOB, risulta evidente come sia ritenuta fondamentale non soltanto la conoscenza dell'assetto proprietario e del controllo di una società quotata, ma anche l'informativa circa l'insieme di rapporti e relazioni che condizionano il possesso azionario. Tramite la

ricostruzione della c.d. “catena di partecipazione” che interessa una società quotata, infatti, si rende più completa la conoscenza della composizione dell’assetto proprietario, superando le incertezze derivanti dal frequente ricorso ad intestazioni fiduciarie e/o di comodo, a scatole cinesi, ovvero altre simili costruzioni.

Da sottolineare che l’art. 115, comma 3, del TUF prevede una norma che attribuisce alla CONSOB il potere di richiedere alle società ed agli enti che partecipano direttamente o indirettamente in una società con azioni quotate l’indicazione nominativa dei soci sulla base dei dati disponibili. Tale disposizione va ad integrare la disciplina delle partecipazioni rilevanti in società quotate in borsa, da un lato consentendo di prendere in considerazione possessi inferiori al minimo rilevante, dall’altro lasciando spazio a possibili interventi maggiormente incisivi da parte della CONSOB nei confronti di tutti i partecipanti in una società quotata, in modo da ottenere una chiara identificazione degli effettivi proprietari delle partecipazioni.

2.2 Concetto e calcolo della partecipazione rilevante

Per quanto attiene alle società quotate, il concetto di partecipazione rilevante viene individuato dalla legge ed identificato in una determinata percentuale (2%), di partecipazione al capitale sociale. A tale soglia il legislatore collega, in caso di mancate o false comunicazioni, sanzioni di carattere amministrativo (art. 193, comma 2 del TUF), oltre a conseguenze civilistiche (il congelamento del diritto di voto).

Il superamento, in aumento o in diminuzione, delle ulteriori soglie individuate dalla CONSOB in sede regolamentare (i.e., 5, 7.5, 10 e successivi multipli di 5), comporta anche esso l’insorgere di obblighi di comunicazione, ai quali però viene ricollegata, stando al tenore letterale dell’art. 120, comma 5, del TUF, solo una sanzione amministrativa. La norma in esame, infatti, nel prevedere la sanzione del congelamento del diritto di voto, fa riferimento esclusivamente alla violazione degli obblighi di comunicazione relativi al superamento della soglia del 2%.

Al riguardo la dottrina risulta divisa fra coloro che, propendendo per un’interpretazione restrittiva della norma, ritengono inapplicabile la sanzione civilistica della sospensione del diritto di voto alle ipotesi di omessa comunicazione del superamento delle ulteriori soglie individuate dalla CONSOB, in quanto non espressamente richiamate dall’art. 120, comma 5 del TUF, e coloro che invece, lamentando l’incoerenza di una siffatta interpretazione, sostengono l’applicabilità della sanzione in esame.

Pur dando atto che la formulazione letterale della norma sembrerebbe far propendere per la prima alternativa, la seconda soluzione potrebbe apparire preferibile in quanto risulterebbe altrimenti privo di giustificazione un differente trattamento sanzionatorio per la soglia iniziale (2%) e per le variazioni successive.

Va poi sottolineato, infine, che la violazione degli obblighi di comunicazione previsti dall'art. 120 del TUF, potrebbe assumere rilievo anche sotto il profilo penale, dal momento che l'art. 2638 c.c., che disciplina il reato di "ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza", sanziona con una pena detentiva i soggetti che, in qualsiasi forma, anche omettendo le comunicazioni dovute per legge, consapevolmente ostacolano le funzioni della CONSOB e delle altre autorità pubbliche di vigilanza.

Il capitale sociale sul quale vanno computate le partecipazioni rilevanti è esclusivamente quello rappresentato da azioni con diritto di voto. In altri termini, ai fini del calcolo si dovrà tenere conto solamente delle azioni rappresentative di una quota di capitale sociale che siano al contempo fornite di diritto di voto in assemblea. Ne deriva che non saranno ricomprese nel calcolo né le azioni di risparmio, del tutto prive di diritto di voto in assemblea, né le azioni di godimento, le quali non attribuiscono diritti di voto salvo diversa disposizione dello statuto, e in ogni caso, non rappresentano mai una frazione del capitale sociale della società.

Ai fini del calcolo del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto, sembra indifferente che i versamenti relativi alle azioni siano avvenuti per intero. Ciò che rileva è il valore nominale delle azioni, essendo sufficiente l'astratta idoneità dell'azione a far parte del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto e non contando, invece, l'effettiva e concreta sussistenza del diritto di voto in capo alla stessa. Per la medesima ragione, ai fini del calcolo verranno computate anche le azioni proprie eventualmente possedute dalla società in cui si detiene la partecipazione significativa, nonostante il diritto di voto relativo alle stesse sia sospeso fino a quando rimarranno in proprietà all'emittente⁵.

La disciplina di attuazione dettata dalla CONSOB mira non solo all'individuazione del soggetto tenuto all'adempimento della comunicazione, ma è altresì orientata a garantire la trasparenza della catena di

⁵ In realtà, le azioni proprie debbono essere computate ai fini del calcolo della partecipazione rilevante soltanto nel caso in cui vi sia un soggetto che detiene una partecipazione di controllo nell'emittente quotato.

partecipazioni o di rapporti che lega questo alla società quotata: gli adempimenti imposti, infatti, non riguardano solo la comunicazione dell'avvenuto acquisto o della successiva dismissione della partecipazione rilevante, ma comprendono anche tutta una serie di informazioni non riguardanti solo la società quotata, ma che attengono anche a soggetti collegati direttamente o indirettamente a colui che detiene la partecipazione rilevante. In questo modo viene assicurata la trasparenza degli assetti proprietari delle società quotate, ma allo stesso tempo viene fornita una mappatura dei rapporti situati a monte di questi soggetti, seguendo la loro evoluzione nel tempo.

Al fine di ampliare quanto più possibile l'ambito di applicazione della disciplina delle partecipazioni rilevanti, è stato introdotto dalla CONSOB il concetto di "partecipazione potenziale", legato all'evoluzione prospettica e dinamica dell'assetto proprietario. In base a tale costruzione, infatti, ai fini del calcolo devono essere prese in considerazione anche quelle azioni, emesse e sottoscritte, che un soggetto non possiede in un dato momento, ma che può di propria iniziativa acquistare o vendere direttamente o indirettamente.

L'art. 119 del Regolamento CONSOB collega il concetto di partecipazione potenziale a determinate soglie di partecipazione (5, 10, 25, 50 e 75) ritenute particolarmente importanti da richiedere uno specifico onere informativo nel caso in cui esse vengano raggiunte (in aumento o in diminuzione) sommando la partecipazione effettiva a quella potenziale. Ovviamente, nel momento in cui si verifichi effettivamente l'acquisto (o la vendita), il passaggio da una situazione di potenzialità giuridica ad una concreta posizione societaria comporterà l'obbligo di una nuova comunicazione, qualora con tale esercizio la partecipazione superi le soglie collegate alla partecipazione effettiva o si riduca al di sotto di esse.

2.3 La disciplina delle partecipazioni rilevanti ai fini OPA

Come noto, nel caso in cui venga acquisita una partecipazione superiore al 30% in una società italiana con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani, ai sensi dell'art. 106, comma 1 del TUF scatterà l'obbligo di promuovere un'OPA su tutti i restanti titoli della società quotata che non siano detenuti, direttamente e/o indirettamente, dal soggetto obbligato.

A tal fine, occorre precisare che per "titoli" si intendono gli strumenti finanziari che attribuiscono diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria e straordinaria. Nel disciplinare le offerte

pubbliche di acquisto, il legislatore ha quindi preso in considerazione soltanto le partecipazioni aventi ad oggetto titoli in grado di incidere sulle determinazioni essenziali per la gestione sociale, ovverosia i titoli che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza.

E' stata, inoltre, lasciata alla CONSOB una competenza residuale che, ferma restando la rilevanza dei titoli precedentemente indicati, individui altre categorie di titoli che attribuiscono diritto di voto su uno o più argomenti diversi, tenuto conto della natura e del tipo di influenza sulla gestione della società che può avere il loro esercizio anche congiunto.

Nell'ambito della disciplina dell'OPA possono assumere rilevanza, peraltro in linea puramente teorica, anche gli strumenti partecipativi. La CONSOB infatti, ai sensi dell'art. 106, comma 3-*bis* del TUF, tenuto conto delle caratteristiche degli strumenti finanziari emessi, può stabilire (con regolamento) le ipotesi in cui l'obbligo di OPA consegue ad acquisti che determinino la detenzione congiunta di titoli e altri strumenti finanziari con diritto di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza, in misura tale da attribuire un potere complessivo di voto equivalente a quello di chi detenga una partecipazione superiore al 30% degli stessi titoli.

La rilevanza, a fini OPA, degli strumenti partecipativi è comunque limitata, se si considera che la sola detenzione di strumenti finanziari non è sufficiente a far scattare l'obbligo di OPA, essendo necessario il possesso congiunto anche dei titoli. Da sottolineare, infine, che gli strumenti finanziari assumono rilievo unicamente al fine di identificare l'obbligo di OPA, ma non formano oggetto di offerta.

L'art. 46 del Regolamento CONSOB, nel disciplinare la c.d. "OPA di consolidamento", prevede che, qualora un soggetto che già detenga una partecipazione superiore al 30%, ma inferiore al 50% in una società quotata, acquisti un'ulteriore partecipazione superiore al 3% nel corso di 12 mesi, lo stesso sarà obbligato a lanciare un'offerta ai sensi del citato art. 106, comma 1 del TUF. Da sottolineare che, secondo l'interpretazione della CONSOB, qualora un soggetto detenga più del 47% del capitale, sarà libero, a patto che non abbia effettuato acquisti negli ultimi 12 mesi, di acquistare altri titoli anche se ciò comporta che, nel medesimo arco temporale, detti acquisti risultino complessivamente superiori alla prescritta percentuale del 3%.

Sempre secondo la CONSOB, l'obbligo di lanciare un'OPA di consolidamento a seguito di un acquisto di una partecipazione superiore al 3% annuo sorge poi anche qualora tale acquisto sia motivato solo dalla volontà di "ripristinare" la partecipazione detenuta allo stesso livello percentuale esistente prima di un'operazione sul capitale. Ciò che rileva, infatti, è l'acquisto della partecipazione oltre i limiti del 3%, a prescindere dalla motivazione che costituisce il presupposto dell'acquisto medesimo⁶.

Da sottolineare che, ai fini del calcolo del 3% si deve prendere in considerazione il capitale sociale esistente alla scadenza dell'arco temporale dei 12 mesi e non il capitale sociale risultante al momento del singolo acquisto. In tal modo, potrà essere calcolato l'effettivo potere esercitabile dal socio che detiene un determinato quantitativo di titoli nell'ambito dell'assemblea della società quotata, le cui delibere saranno assunte sulla base delle maggioranze calcolate sul capitale esistente.

L'arco temporale dei 12 mesi deve essere calcolato sulla base di un criterio "mobile" che consenta di tenere conto degli acquisti compiuti dal soggetto nel suddetto periodo di tempo. Secondo la CONSOB, infatti, qualora si applicasse invece il criterio del periodo con gli estremi fissi (calcolo del 3% con inizio da un giorno fisso) sarebbe possibile, contrariamente alla *ratio* della norma, acquisire fino al 6% in un intervallo di tempo, anche molto limitato, a cavallo fra due periodi. Un azionista potrebbe, ad esempio, acquisire il 3% l'ultimo giorno di validità di un periodo (il 31 dicembre dell'anno 1) e un altro 3% nel primo giorno di validità del periodo successivo (il 1° gennaio dell'anno 2) senza incorrere nell'obbligo di OPA.

La CONSOB si è altresì pronunciata in merito alla possibilità di comprendere le azioni proprie di una società quotata nel calcolo operato al fine di verificare le soglie di rilevanza al superamento delle quali scatta l'obbligo di OPA. Secondo l'interpretazione dell'Autorità, le azioni proprie devono essere prese in considerazione, ma soltanto nel caso in cui la società quotata sia controllata da un azionista di maggioranza⁷. In tal caso, infatti, l'ammontare della partecipazione acquisita dovrà essere calcolato sulla base del capitale sociale della società quotata, escludendo dal computo le azioni proprie (ad esempio: se una società quotata (i) possiede il 10% di azioni proprie e (ii) è controllata da un socio che detiene il 29,9% del capitale sociale, l'acquirente di detta partecipazione di controllo sarà tenuto al lancio dell'OPA

⁶ Si veda, al riguardo, la Comunicazione CONSOB n. 2018528 del 20 marzo 2002.

⁷ In tal senso, CONSOB Informa n. 45 del 19 novembre 2001.

obbligatoria in quanto, di fatto, verrebbe a detenere, in considerazione dell'esistenza di un 10% di azioni proprie, una partecipazione pari al 33,2% [29,9% : 90%] delle azioni con diritto di voto).

L'art. 108, comma 1 del TUF dispone che qualora, all'esito di un'OPA totalitaria, l'offerente venga a detenere una partecipazione almeno pari al 95% del capitale rappresentato da titoli, egli avrà l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta. La norma specifica inoltre che, nel caso in cui siano emesse più categorie di titoli, l'obbligo sussiste solo in relazione a quelle per le quali sia stata raggiunta la soglia del 95%.

Fatto salvo il caso di cui sopra, il successivo secondo comma, prevede, inoltre, che tale obbligo di acquisto sussista in capo a chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al 90% del capitale rappresentato da titoli, ove non provveda a ripristinare entro 90 giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni.

Tali previsioni (c.d. meccanismo di "sell-out") hanno sostituito la vecchia disciplina dell'OPA residuale, secondo la quale il superamento della soglia rilevante del 90% dava luogo ad un obbligo in capo all'offerente di promuovere un'offerta pubblica sulla totalità delle restanti azioni, nel caso di mancato ripristino di un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni entro 120 giorni.

Ai sensi dell'art. 111, comma 1 del TUF, chiunque, a seguito di un'OPA totalitaria, venga a detenere una partecipazione almeno pari al 95% del capitale rappresentato da titoli, avrà diritto di acquistare i titoli residui entro 3 mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta. La norma prevede, inoltre, che l'offerente dovrà dichiarare nel documento di offerta l'intenzione di avvalersi dello *squeeze-out*. La differenza più rilevante introdotta dalla nuova normativa in questo caso riguarda la soglia: non più 98% del capitale con diritto di voto, ma 95% del capitale rappresentato da titoli con diritto di voto.

2.4 Modalità e termini della comunicazione; i soggetti tenuti alla comunicazione

Ai sensi dell'art. 122, comma 3, del Regolamento CONSOB, le comunicazioni, da effettuare alla società partecipata ed alla CONSOB, devono essere effettuate entro 5 giorni di mercato aperto dal compimento dell'operazione idonea a determinare il sorgere dell'obbligo, indipendentemente dalla data di esecuzione.

Tale previsione determina un arretramento temporale dell'obbligo informativo, dal momento che viene dato rilievo non al superamento della soglia ma al compimento dell'operazione idonea a provocarlo.

Relativamente alle partecipazioni di società quotate in società non quotate o in società a responsabilità limitata, va sottolineata la scelta del legislatore di semplificare gli oneri informativi, dal momento che solo la società partecipata deve essere informata sia dell'acquisto sia della cessione delle azioni o delle quote nel termine di sette giorni dal compimento dell'operazione (art. 124, comma 2, del Regolamento CONSOB), mentre la comunicazione da effettuare alla CONSOB, di carattere periodico e non continuativo, andrà effettuata, ai sensi dell'art. 125 del Regolamento CONSOB, dalla società quotata solo due volte all'anno (entro 30 giorni dalla data di approvazione del progetto di bilancio e della relazione semestrale).

Gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti si applicano indistintamente alla generalità del pubblico dei consumatori. Sia le disposizioni contenute nel TUF sia la normativa regolamentare fanno infatti riferimento ad un soggetto indistinto, prescindendo dalla natura giuridica e rendendo quindi necessario procedere all'identificazione di coloro che sono tenuti a tali adempimenti.

A tal riguardo la CONSOB, muovendosi in un'ottica di semplificazione e razionalità, ha cercato di far confluire ogni obbligo sull'effettivo soggetto a ciò tenuto, con la precisazione che in costruzioni societarie semplici si riscontra agevolmente la presenza del soggetto tenuto ad adempiere, mentre invece strutture più complicate impongono attenzioni differenti. Ovviamente tale esigenza di semplificazione ha dovuto confrontarsi con la necessità altrettanto rilevante di fornire un quadro complessivo dei rapporti di controllo, per cui molte volte si giunge a costruire gli adempimenti su più piani informativi, invece che su uno semplice e diretto.

Il caso più semplice è quello rappresentato dal socio che possiede azioni a lui intestate per un ammontare tale da superare in termini percentuali una delle soglie rilevanti. In questo caso egli sarà sottoposto ad un obbligo di comunicazione "diretto", nel senso che sarà tenuto a comunicare unicamente la sua situazione di socio della società quotata.

Nell'ipotesi, invece, di situazioni in cui l'acquisto della partecipazione rilevante venga effettuato da società facente parte di un gruppo e soggetta ad altrui controllo, l'ordinamento ha ritenuto che la comunicazione da

parte del socio partecipante in via diretta non avrebbe fornito una informativa sufficiente. Da qui l'esigenza di imporre l'obbligo informativo in capo all'ultimo soggetto posto al vertice della catena di controllo del gruppo, e ciò anche per una indubbia esigenza di economia procedurale: l'art. 121, comma 2 del Regolamento CONSOB, prevede, infatti, che di fronte ad una pluralità di soggetti tenuti all'adempimento di un obbligo "diretto" si possa attribuire il compito informativo ad uno solo di essi, a patto che sia garantita la completezza delle informazioni anche sui soggetti che, pur tenuti, sono stati esentati dall'obbligo di comunicazione.

Con riguardo agli aderenti ad un patto parasociale che abbia ad oggetto più del 5% del capitale sociale di una società quotata, si deve poi evidenziare come, ai sensi dell'art. 120 del Regolamento CONSOB, a tali soggetti sia imposto l'obbligo di comunicazione, indipendentemente dall'entità della singola partecipazione posseduta. Gli stessi vengono però esentati da tali oneri nel caso in cui abbiano già provveduto a fornire le informazioni in via diretta o siano state rispettate le regole sulla trasparenza dei patti parasociali.

Maggiori incertezze presenta, infine, la disciplina riguardante gli intermediari gestori: l'imposizione di obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti in capo a questa categoria professionale emerge da alcuni riferimenti normativi⁸, ma è importante considerare che sono riscontrabili sostanziali differenze fra chi esercita gestione individuale del risparmio e chi svolge il servizio di gestione collettiva.

Nel primo caso, l'intermediario dovrebbe avere titolo ad effettuare la comunicazione solo quando questi sia stato espressamente delegato dal cliente a partecipare alle assemblee e, conseguentemente, ad esercitare il diritto di voto. Nel caso in cui il cliente, invece, non eserciti la facoltà di attribuire all'intermediario il diritto di voto, egli stesso sarà tenuto all'adempimento.

Nel caso di gestori su base collettiva, invece, questi non possono esimersi dall'obbligo di comunicazione, dal momento che il patrimonio nella loro disponibilità non appartiene ad alcun soggetto identificabile se non per quota parte. Conseguentemente, SGR e SICAV sono i titolari del diritto di voto relativo alle azioni, che andrà esercitato nell'interesse dei terzi partecipanti al fondo o azionisti della SICAV stessa. Nell'ipotesi in cui i poteri gestori vengano affidati ad altro soggetto abilitato, questi sarà tenuto alla comunicazione delle partecipazioni rilevanti, per conto della globalità dei fondi e non in relazione ai singoli patrimoni, fornendo altresì indicazione della delega di gestione ricevuta dalla società promotrice.

⁸ Si veda, ad esempio, l'art. 118, comma 3 del Regolamento CONSOB e l'art. 121, comma 2 del Regolamento CONSOB.

3. Riflessioni alla luce della crisi dei mercati finanziari

La gravità dell'attuale crisi finanziaria, se da un lato ha indotto Governi ed Istituzioni internazionali ad adottare misure di effetto immediato, quanto meno per tentare di limitare gli effetti negativi, dall'altro ha sicuramente fornito un determinante impulso per compiere riflessioni di più lungo periodo sull'architettura dei controlli e sulla validità dell'attuale sistema di regolamentazione dei mercati finanziari.

La CONSOB, come le altre Autorità di vigilanza sulla trasparenza e la correttezza del mercato, ha adottato al riguardo diverse iniziative, intervenendo con provvedimenti progressivamente sempre più restrittivi, culminati col divieto di vendite allo scoperto di tutti i titoli quotati. Nell'ambito di questi suoi interventi, l'Autorità ha recentemente ritenuto opportuno segnalare la possibilità di introdurre nuovi strumenti che consentano di conoscere tempestivamente eventuali modifiche intercorse nella composizione dell'azionariato delle società quotate.

Senza entrare nel merito delle possibili ulteriori ripercussioni che l'attuale crisi globale potrà avere sulla stabilità dei mercati finanziari, dal momento che tale discorso esulerebbe dalle finalità della presente trattazione, vale la pena in questa sede di soffermarsi brevemente su alcune interessanti proposte di modifica della disciplina delle partecipazioni rilevanti.

Al riguardo, il Presidente della CONSOB (Lamberto Cardia), durante il suo intervento nel corso dell'audizione della CONSOB presso la VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati, tenutasi lo scorso 29 ottobre, ha sottolineato, in merito ai possibili interventi necessari per fronteggiare la crisi, l'opportunità di valutare iniziative di carattere legislativo per affidare alla stessa CONSOB il compito di individuare, sulla base di criteri oggettivi e per un limitato periodo di tempo, le società per le quali abbassare sino all'1% la soglia di rilevanza per la comunicazione, attualmente stabilito per legge al 2%.

Lo stesso Presidente ha peraltro affermato la necessità di circoscrivere l'ambito di tale modifica, comunque compatibile con la normativa comunitaria, riservandola solo in presenza di vicende di particolare rilievo e per periodi di tempo determinati.

Con riferimento poi ai criteri sulla base dei quali individuare le società che potrebbero essere oggetto del citato obbligo di comunicazione in corrispondenza del superamento della nuova soglia, le indicazioni della CONSOB riguardano anzitutto un criterio dimensionale, attraverso il quale identificare le società con capitalizzazione di borsa superiore ad una certa percentuale, affiancato da un criterio che identifichi il livello di contendibilità del controllo della società, in modo da escludere dai maggiori obblighi di trasparenza le società con bassa contendibilità, ovvero quelle nelle quali un singolo azionista detenga più di una certa percentuale (ad esempio, 30% o 50%) del capitale sociale. Con riguardo a quest'ultimo aspetto, secondo la CONSOB, la soglia del 30% potrebbe risultare preferibile perché coerente con la partecipazione già individuata come rilevante ai fini dell'obbligo di OPA totalitaria.

Va segnalato, inoltre, che, sempre al fine di garantire una più completa informativa ed una maggiore trasparenza dei mercati, è stata avanzata da più parti l'ipotesi di adottare nel nostro ordinamento ulteriori soluzioni già ampiamente diffuse in altri paesi. E' il caso della c.d. "*shareholder identification*", strumento che consente alla singola società quotata di conoscere in ogni momento la composizione del suo azionariato, anche con riferimento ai possessori di quote inferiori al 2% previsto per l'informativa al mercato.

Attraverso la *shareholder identification* si realizzerebbe, fra l'altro, una maggiore protezione per le società italiane dal rischio di scalate ostili. Risulterebbe indubbiamente più agevole, infatti, venire a conoscenza di eventuali operazioni di "rastrellamento" delle azioni, in modo da consentire alla società di reagire in tempo, adottando le opportune misure difensive prima della creazione di consistenti pacchetti ostili.

Sempre in tema di misure difensive, è doveroso citare nuovamente il recente decreto legge n. 185 del 29 novembre 2008, con il quale il Governo ha inteso apportare significative misure di protezione per le imprese nazionali contro possibili scalate ostili, affidando, analogamente a quanto avviene in molti altri Stati europei, all'autonomia statutaria la scelta circa l'applicabilità della *passivity rule* e della regola di neutralizzazione, norme volte a favorire la contendibilità del controllo delle società la cui applicazione era precedentemente prevista *ex lege*.

L'introduzione nel nostro ordinamento del meccanismo della *shareholder identification* è stata, fra l'altro, auspicata recentemente anche da Borsa Italiana, nella misura in cui la trasparenza per il mercato nel suo complesso ne risulti in definitiva incrementata e i diritti degli azionisti ulteriormente rafforzati. La società di

gestione del mercato, intervenuta al riguardo nell'ambito delle consultazioni con la CONSOB per il recepimento della direttiva europea in materia di *transparency*, ha sottolineato però la necessità che la *shareholder identification* sia raggiunta attraverso un aggiornamento costante del libro soci, ad esempio per il tramite della società di gestione accentrata, in modo che le informazioni risultino accessibili a tutti. Operando diversamente, ossia garantendo un mero diritto della società di conoscere l'identità di determinati azionisti, il mercato nel suo complesso non beneficerebbe di tale informazione se non, indirettamente, nella misura in cui si acceda al libro soci aggiornato dall'emittente, con il concreto rischio di incorrere in possibili disparità informative.