

Capitolo unico

La disciplina delle società con azioni quotate

SOMMARIO: 1. Le linee di politica legislativa. – 2. La trasparenza degli assetti proprietari. – 3. La disciplina delle partecipazioni reciproche. – 4. I patti parasociali. – 4.1. La fattispecie. – 4.2. La disciplina. – 5. La struttura finanziaria: azioni, azioni di risparmio, obbligazioni. – 5.1. Le azioni. – 5.2. Le azioni di risparmio. – 5.3. Le obbligazioni. – 6. Il governo delle società quotate. – 6.1. Introduzione. – 6.2. L'assemblea. – 6.2.1. Il voto per corrispondenza. – 6.2.2. Le deleghe di voto. – 6.3. Amministrazione e controllo interno. – 6.3.1. Il modello tradizionale: l'amministrazione. – 6.3.1.1. Il collegio sindacale. – 6.3.2. I modelli alternativi. – 6.4. Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili. – 6.5. Il controllo giudiziario. – 6.6. La revisione legale dei conti. – 6.6.1. Le regole generali. – 6.6.2. Le disposizioni speciali per le società quotate. – 6.7. Le relazioni finanziarie e la «dichiarazione non finanziaria». – 6.8. Il controllo della Consob. – 7. Il *delisting*. – 8. Gli emittenti di strumenti finanziari diffusi ma non quotati. – 9. Le società cooperative emittenti di strumenti finanziari quotati o diffusi.

1. Le linee di politica legislativa

A) Abbiamo già ricordato che, a partire dalla legge n. 216 del 1974, il legislatore ha dettato una serie di norme per le società quotate sui mercati regolamentati che hanno progressivamente ed in misura sempre più accentuata inciso sulla disciplina comune delle società per azioni, contribuendo a costituire per le stesse uno statuto del tutto peculiare. E alcune tracce di questo statuto sono già state menzionate nei capitoli precedenti (dagli obblighi di informazione alla dematerializzazione necessaria dei titoli).

Il Testo Unico si era messo su questa stessa strada, dettando ulteriori norme speciali per le società quotate (ed anzi aveva previsto una disciplina particolare, sia pure limitata al profilo dell'informazione, anche per le società che, pur non quotate, avessero strumenti finanziari diffusi tra il pubblico: cfr. art. 116) e in questa stessa prospettiva si sono mossi molti dei successivi interventi di riforma del Testo Unico, come ad esempio quelli della legge 28 dicembre 2005, n. 262.

Questa tendenza non è stata contraddetta dalla riforma del diritto societario per le società per azioni «che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio», intendendosi per tali «le società con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante» (art. 2325-*bis*, 1° comma, c.c.). La riforma ha precisato che le norme dettate per la generalità delle società per azioni e per quelle che «fanno ricorso al mercato del capitale di rischio» si applicano «alle società con azioni quotate in mercati regolamentati in quanto non sia diversamente disposto da altre norme [del codice] o di leggi speciali», in questo modo preservando *in toto* lo statuto speciale previsto dal T.U. per queste società.

Tutto ciò non basta però per affermare che la «società quotata» costituisce un nuovo tipo di società che si aggiunge a quelli elencati nell'art. 2249 c.c. Sebbene la norma (art. 2437-*quinquies* c.c.) che consente ai soci di recedere dalla società quando «non hanno concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione dalla quotazione» offra un innegabile appiglio in tal senso (nel diritto delle società di capitali le trasformazioni, ossia i cambiamenti di tipo sociale, sono causa inderogabile di recesso per i soci che non hanno concorso alla relativa deliberazione), appare più corretto ritenere che la società quotata non rappresenti un autonomo tipo di società ma una particolare «categoria» del tipo società per azioni; particolare categoria che presenta una propria specifica fisionomia e alla cui disciplina concorrono sia norme societarie sia norme dettate per la disciplina dei mercati. E non è un caso che la fisionomia delle società quotate sia stata disegnata, per la prima volta in termini abbastanza compiuti, da un testo normativo (il Testo Unico sulla finanza) che ha come oggetto principale la disciplina del mercato mobiliare.

Nella disciplina delle società quotate si intersecano norme proprie dell'ordinamento del mercato e norme di diritto societario, e spesso è difficile distinguere le une dalle altre. E non si tratta di una distinzione priva di rilevanza pratica, soprattutto nell'ambito dell'ordinamento comunitario che garantisce la libertà di circolazione dei servizi e degli strumenti finanziari, ma che presenta ancora una pluralità di ordinamenti societari fra loro non integralmente armonizzati. Infatti, se una norma verrà considerata di mercato, la stessa dovrà trovare applicazione anche nei confronti delle imprese estere (si applicherà in altri termini la norma del paese ospitante), mentre le norme di diritto societario, che concorrono a disciplinare il soggetto emittente, non dovrebbero, almeno in linea di principio, trovare applicazione nei confronti delle imprese straniere (alle quali si dovrebbe invece applicare l'ordinamento del paese d'origine).

Ma non sarà facile, ad es., stabilire se le norme sull'OPA obbligatoria siano norme di mercato o piuttosto di diritto societario, anche se il Testo Unico sembra decisamente accogliere questa seconda tesi nel momento in

cui ne limita l'applicazione alle società italiane quotate nei mercati regolamentati italiani, con esclusione quindi delle società straniere quotate sui mercati italiani.

Ma, al di là di questi risvolti pratici della qualificazione di una norma come norma di mercato o norma di diritto societario, è opportuno avere presenti le connessioni che si sono storicamente determinate, nel nostro ordinamento, fra le une e le altre per il miglior governo delle società quotate.

Sia le norme di mercato (e in particolare del mercato della proprietà, dei diritti proprietari) sia le norme societarie dovrebbero tendere ad un unico obiettivo: quello di favorire gestioni le più efficienti possibili delle attività imprenditoriali. Le norme di mercato, consentendo la circolazione dei diritti proprietari in modo da assicurarne la titolarità ai soggetti che meglio sanno esercitarli, le norme societarie, individuando il contenuto di quei diritti e utilizzando strumenti di intervento sulla gestione diversi dalla sostituzione dei gestori conseguente al trasferimento dei diritti.

Le norme di mercato dovrebbero facilitare la contendibilità del controllo, le norme societarie incidere sulle modalità con le quali quel controllo viene esercitato. In entrambe le prospettive l'obiettivo è la gestione più efficiente possibile dell'impresa.

Ed è convincimento oggi diffuso e radicato nell'esperienza quello secondo il quale nessun ordinamento affida la *corporate governance* soltanto o ai controlli di mercato o ai controlli interni. Entrambe le specie di strumenti, al di là della diversità degli accenti posti sull'una piuttosto che sull'altra, con la conseguente presunta contrapposizione di modelli, sono considerate necessarie per favorire l'efficienza della gestione. Non solo, ma fra le stesse esiste un rapporto di strumentalità generalmente riconosciuto, nel senso che il rafforzamento dell'una favorisce l'efficacia dell'altra.

Negli ultimi trent'anni anche nel nostro ordinamento l'accento è stato variamente posto sull'uno o sull'altro profilo del governo societario.

Il filone riformatore che si è sviluppato nel corso degli anni Sessanta faceva soprattutto perno sugli strumenti di controllo interno, sulla tutela delle minoranze, riconoscendo poteri di *governance*, per quanto concerne il mercato, quasi esclusivamente alla disciplina *antitrust* e non attribuendo alcun ruolo, nella stessa prospettiva, alla disciplina del mercato mobiliare e degli intermediari finanziari. L'unico mercato mobiliare era quello di borsa, asfittico e considerato alla stregua di un pubblico servizio. Non esistevano intermediari mobiliari o investitori istituzionali. L'idea che gli intermediari e il mercato mobiliare potessero costituire strumenti di controllo della gestione dell'impresa avrebbe faticato ad affermarsi.

L'esperienza, per altro, dimostrava la difficoltà di rendere effettiva la partecipazione dei risparmiatori-azionisti di minoranza al controllo socie-

tario delle grandi imprese; tant'è che maturò l'idea di una categoria di azionisti senza poteri (azionisti di risparmio) e si pensò di istituire un organo pubblico cui affidare il controllo esterno sulle società quotate.

A metà degli anni Settanta, con la nascita della Consob e con una limitata riforma della borsa e delle società nella stessa quotate, l'opinione più diffusa considerava ormai superati gli strumenti di controllo interno, di fatto rimasti inattivi, e affidava la tutela dell'azionista di minoranza e l'efficienza della gestione delle imprese al controllo del mercato.

L'azionista di minoranza era ridotto a risparmiatore: la sua tutela era quella offerta al risparmiatore in quanto tale, ossia la tutela del mercato; tutela rappresentata soprattutto dalla possibilità per l'azionista insoddisfatto dei gestori di vendere sul mercato le proprie azioni.

Il quadro regolamentare del mercato era, per altro, scoraggiante: solo nel 1983 nascono i fondi comuni, solo nel '91 si consente la nascita di intermediari mobiliari polifunzionali e solo negli stessi anni Novanta si disciplina la nascita degli altri investitori istituzionali e si introducono nuove regole, che garantiscano la lealtà delle contrattazioni (*insider trading* e aggio) e che assicurino la distribuzione del premio di controllo anche alle minoranze (legge sull'OPA).

Ma anche il nuovo ordinamento dei mercati non viene ritenuto sufficiente per assicurare una corretta gestione delle imprese.

Ci si convince che sia opportuno operare anche sul lato interno della *corporate governance* e, quindi, sotto il profilo dei controlli interni. Nel frattempo, si era consolidata la presenza di investitori istituzionali o comunque di gestori capaci, almeno in astratto, di esercitare i poteri di controllo attribuiti ai soci di minoranza; e tale presenza consentiva di rivalutare il ruolo delle minoranze e di superare le obiezioni connesse con l'incapacità e la non convenienza per gli azionisti risparmiatori di esercitare effettivamente i poteri (primo fra tutti il voto in assemblea) loro riconosciuti dalla legge.

Stava maturando il tempo di interventi riformatori della disciplina prevista per l'organizzazione interna della società e in particolare dei controlli sui gestori.

Un dato di fatto ha poi accelerato questo processo: la privatizzazione delle imprese pubbliche e la riduzione dei tassi di interesse hanno favorito un fortissimo spostamento del risparmio dai titoli di Stato e dai depositi ai titoli azionari, affluiti soprattutto nel portafoglio dei gestori, individuali e collettivi.

L'esigenza di interventi a tutela di quel risparmio si faceva più forte e, ad un tempo, la riforma dei mercati li richiedeva e li facilitava.

Questo è il contesto economico e istituzionale nel quale è maturata la riforma delle società quotate realizzata dal Testo Unico del 1998. E, come

si accennava, la prospettiva nella quale la stessa si colloca è esattamente opposta a quella degli anni Settanta: la tutela delle minoranze e il rafforzamento dei controlli interni non solo non vengono più considerati superflui, dato il rafforzamento dei controlli di mercato, ma vengono ritenuti indispensabili anche per rendere efficienti i controlli esercitati dal mercato.

B) Prima di passare ad esaminare le scelte adottate dal Testo Unico nel riformare le società quotate, è opportuno precisare i limiti che lo stesso aveva incontrato nella propria opera. La delega autorizzava il governo a ridisciplinare alcuni momenti soltanto dell'ordinamento delle società quotate: il collegio sindacale, i patti parasociali, i poteri della minoranza e i gruppi di società.

E questa indicazione delle materie ricomprese nella delega impediva, da un lato, di prendere in esame momenti della disciplina diversi da quelli elencati (e in primo luogo la disciplina del consiglio di amministrazione) e, dall'altro, di cancellare dal nostro ordinamento istituti che il legislatore intendeva ridisciplinare (ed il riferimento evidente è al collegio sindacale che, ad avviso di alcuni, doveva essere eliminato).

Queste scelte del legislatore delegante ponevano, da un lato, il problema dell'innesto di questa nuova disciplina nel corpo delle società quotate e, dall'altro, differenziavano ulteriormente la disciplina delle società quotate da quella delle non quotate.

Ma, soprattutto, l'inserimento di questo corpo normativo sollecitava una revisione della disciplina delle società non quotate e in particolare delle società di capitali, con una rimediazione soprattutto delle differenze fra società per azioni quotate, società per azioni non quotate ma con azioni diffuse fra il pubblico e società per azioni chiuse, ossia che non fanno ricorso al mercato dei capitali. E su questi punti ha inciso, come vedremo, la riforma societaria.

Prima di affrontare questo profilo, che in definitiva concerne l'ordinamento delle società quotate oggi vigente, è forse opportuno indulgiare ancora un attimo sulle scelte di fondo del Testo Unico; scelte strategiche che costituiscono ancora l'asse portante della disciplina vigente delle società per azioni quotate.

C) Le linee di politica legislativa adottate dal Testo Unico nel ridefinire alcuni momenti della disciplina delle società quotate fanno perno su due tipi di strumenti: quelli propri del mercato (favorendo la circolazione dei diritti proprietari) e quelli propri del diritto societario (rafforzando la tutela delle minoranze). Li studieremo analiticamente nelle pagine che seguono. Qui vorremmo ricordare che esiste un profilo della riforma comune ad entrambe queste due specie di strumenti ed è l'informazione, ossia

la necessità di rendere le più trasparenti possibili la struttura proprietaria e la gestione della società, allo scopo di consentire al mercato e agli «organi» (soci, collegio sindacale, assemblea) interni una valutazione, la più possibile corretta, della gestione e dei risultati della stessa. E il Testo Unico ha reso più trasparenti sia la struttura proprietaria sia la gestione delle società quotate.

Numerose sono le disposizioni della nuova disciplina che si preoccupano di rendere più trasparenti le società quotate. I relativi flussi informativi hanno come destinatari:

a) il mercato (così è ad es. per le disposizioni in materia di informazione cd. continua e prospetto di quotazione che deve essere autorizzato da Consob prima dell'ammissione alle negoziazioni, entrambe discusse al cap. VI);

b) la Consob (che si vede riconosciuti amplissimi poteri di informazione nei confronti delle società quotate: v. art. 115 T.U.F.), nonché

c) la società quotata partecipata (per quel che riguarda l'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti da parte dei soci della stessa) e

d) le minoranze, il collegio sindacale, l'assemblea dei soci (così l'art. 150 T.U.F. impone doveri di informazione degli amministratori nei confronti del collegio sindacale; l'art. 153 T.U.F. rafforza i doveri di informazione del collegio sindacale nei confronti dell'assemblea) e la società di revisione (con obbligo, da parte di quest'ultima e del collegio sindacale, di riferire alla Consob le eventuali irregolarità riscontrate: v., per quel che concerne il collegio sindacale, l'art. 149, 3° comma, T.U.F.).

Fra le norme che rendono più trasparente la struttura proprietaria e l'assetto di potere assume particolare rilievo quella che impone la pubblicità dei patti parasociali, ossia dei sindacati di voto, di blocco e di consultazione nelle società quotate e nelle società che le controllano. E la pubblicità si realizza non solo attraverso la comunicazione del patto alla Consob e la sua pubblicazione per estratto sulla stampa, ma anche mediante il deposito del testo integrale del patto presso il registro delle imprese (riducendo ulteriormente, ma non annullando, la differenza normativa fra accordi parasociali e statuto sociale).

Gli obblighi di trasparenza previsti dal T.U. sono stati ampliati dalla legge n. 262 del 2005: questa ha ricompreso nell'ambito delle informazioni che debbono essere fornite al mercato anche quelle relative all'adesione a codici di comportamento promossi da società di gestione del mercato e da associazioni di categoria degli operatori e all'osservanza degli impegni dagli stessi previsti, «motivando le ragioni dell'eventuale inadempimento»; e secondo il dettato originario di quella legge, la Consob avrebbe dovuto vigilare sulla veridicità delle informazioni riguardanti l'adempimento di tali

impegni (artt. 124-*bis* e 124-*ter* T.U.F.) e «irrogare le sanzioni in caso di violazione». La norma cercava di porre rimedio al convincimento, in verità diffuso ma errato, secondo il quale le regole dei codici di comportamento avrebbero carattere di «norma sociale» priva di rilevanza giuridica. Il potere sanzionatorio di Consob avrebbe ulteriormente smentito un sifatto convincimento.

Oggi il Testo Unico, in linea con l'impostazione della legge n. 262 del 2005, stabilisce che le informazioni sull'adesione a codici di comportamento (o le eventuali motivazioni circa la scelta di non conformarsi in tutto o in parte) siano fornite nella relazione sul governo societario e gli assetti proprietari, contenuta nella relazione sulla gestione (art. 123-*bis*, 2° comma, lett. a)), ed affida all'organo di controllo interno dell'emittente il compito di vigilare «sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste da [tali] codici» (art. 149, 1° comma, lett. c-*bis*)).

D) Tra le scelte più significative operate dal Testo Unico rientra sicuramente quella adottata in materia di gruppi. Nonostante la delega considerasse i rapporti di gruppo alla stregua di un istituto da sottoporre a nuova disciplina, il Testo Unico, recependo una opinione largamente seguita nella nostra dottrina e successivamente adottata anche dalla riforma societaria del 2003 (v. artt. 2497 ss. c.c.), ha ritenuto non opportuno dedicare una specifica disciplina ai gruppi in quanto tali, preferendo affrontare i problemi che la presenza di rapporti di controllo poneva con riferimento alle singole materie disciplinate. E questo è stato fatto sia per quanto concerne le imprese di investimento e i mercati sia per quanto riguarda le società quotate.

I più significativi momenti della disciplina per i quali vengono presi in considerazione i rapporti di gruppo sono i seguenti:

a) per quanto riguarda l'informazione societaria, si prevede (art. 114, 2° comma) che la stessa concerna anche il gruppo cui appartiene la società quotata e soprattutto si attribuisce alla quotata controllante il potere di chiedere alle società controllate tutte le informazioni necessarie per consentirle di informare il pubblico sul gruppo nel suo complesso (e alle stesse si estende il potere ispettivo Consob: art. 115);

b) per le partecipazioni reciproche si ricomprendono nel divieto anche le partecipazioni detenute attraverso società controllate (art. 121);

c) per i patti parasociali si applica l'intera disciplina anche a quelli stipulati fra i soci della società che controlla la quotata (art. 122);

d) con riferimento al collegio sindacale, si prevede il controllo dei sindaci sull'adeguatezza delle disposizioni impartite alle controllate per

adempiere ai doveri di informazione (art. 149, 1° comma, lett. d)) e si impone agli amministratori di fornire ai sindaci informazioni sui rapporti interni al gruppo e sulle operazioni delle società controllate (art. 150), finendo così con l'allargare all'intero gruppo l'attenzione del collegio che pur rimane concentrata sulla emittente;

e) la revisione legale dei conti deve avere per oggetto anche le società controllate dalla società quotata, anche se, ovviamente, la nomina e la revoca dell'incarico riguardano solo la controllante quotata, così come rimane applicabile soltanto a quest'ultima il regime previsto per l'impugnativa del bilancio che abbia ottenuto un giudizio senza rilievi o con rilievi (art. 157). Nelle controllate i controlli contabili sono riservati alla società di revisione e sottratti quindi al collegio sindacale, anche se si tratta di società non quotate; al collegio rimangono tutte le altre funzioni previste dal Codice Civile e attribuite alla società di revisione per le sole quotate;

f) con riferimento alle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, i rapporti di gruppo emergono con riguardo ai trasferimenti intragruppo (art. 106, 5° comma) e ai trasferimenti relativi a società «marsupi» (art. 106, 5° comma), con attribuzione della disciplina di entrambi i punti al potere regolamentare della Consob; e all'acquisto di concerto, presumendosi lo stesso quando gli acquisti vengano effettuati da società appartenenti allo stesso gruppo (art. 101-*bis*, comma 4°-*bis*);

g) il rapporto di gruppo è stato analiticamente disciplinato dalla legge per la tutela del risparmio (legge n. 262 del 2005) con riferimento alle ipotesi in cui una società quotata o una società emittente strumenti finanziari diffusi controlli, sia controllata o collegata con società «aventi sede legale in Stati i cui ordinamenti non garantiscono la trasparenza della costituzione, della situazione patrimoniale e finanziaria e della gestione delle società»; Stati individuati da un decreto del Ministro della Giustizia, di concerto con il Ministro dell'Economia e delle Finanze sulla base, tra gli altri, dei seguenti criteri: mancanza di forme di pubblicità per la costituzione della società, mancanza di norme che tutelino l'integrità del capitale sociale, mancanza di un organo di controllo distinto da quello di gestione, mancanza di regole che assicurino la chiarezza, la verità e la pubblicità del bilancio d'esercizio (art. 165-*ter* T.U.F.).

I rapporti di controllo e di collegamento con società aventi sede legale in tali Stati determinano particolari doveri in capo alla società quotata o «diffusa» italiana: così, la società italiana controllante deve allegare al proprio bilancio d'esercizio «il bilancio della società estera controllata redatto secondo i principi e le regole applicabili ai bilanci delle società italiane o secondo i principi contabili internazionalmente riconosciuti» (art. 165-*quater*, 1° comma), sottoscritto dagli organi di amministrazione, dal direttore generale e dal dirigente preposto alla redazione dei documenti

contabili di quest'ultima, «che attestano la veridicità e la correttezza della rappresentazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio» (2° comma).

E analoghe cautele sono previste per l'ipotesi in cui la società estera con sede in un paradiso «civilistico» (e non necessariamente anche fiscale), sia la controllante o la collegata di una società italiana quotata o «diffusa».

E) Noi abbiamo intitolato questo capitolo alle società con azioni quotate, intendendo indicare con tale espressione le società italiane i cui titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato italiano. E alla disciplina di questa categoria di società sono essenzialmente dedicate le pagine che seguono. È bene, tuttavia, tener presente che il Testo Unico distingue varie categorie di emittenti quotati; del che è necessario avere conoscenza per individuare l'ambito di applicazione delle norme che illustreremo.

Il Testo Unico definisce «emittenti quotati» «i soggetti, italiani o esteri, inclusi i *trust*, che emettono strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato italiano» (art. 1, 1° comma, lett. w)). Come si può notare, questo insieme di soggetti viene individuato con esclusivo riferimento al mercato nel quale sono quotati e a nulla rileva lo stato di origine dell'emittente: a questo insieme si applicheranno tutte le norme di mercato, alle quali potranno aggiungersi le norme la cui applicazione è stabilita dal paese d'origine.

Il Testo Unico (art. 1, 1° comma, lett. w-*quater*)) contempla poi una seconda categoria di soggetti, ossia «gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine» e a questa categoria di soggetti appartengono:

«1. gli emittenti azioni ammesse alle negoziazioni in mercati regolamentati italiani o di altro Stato membro dell'Unione Europea, aventi sede in Italia;

2. gli emittenti titoli di debito di valore nominale unitario inferiore ad euro mille, o valore corrispondente in valuta diversa, ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati italiani o di altro Stato membro dell'Unione europea, aventi sede in Italia».

Vengono ricompresi nell'ambito degli emittenti aventi l'Italia come stato membro d'origine anche gli emittenti, diversi da quelli aventi sede in Italia e appena ricordati, «aventi sede in uno Stato non appartenente all'Unione europea, che hanno scelto l'Italia come Stato membro d'origine».

Incontreremo perciò norme che si applicano solo alle società italiane quotate in un mercato regolamentato italiano, come quelle che disciplinano le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, quelle relative all'impugnativa, da parte della Consob, dei bilanci oggetto del giudizio della società di revisione (art. 157, 3° comma, T.U.F.), nonché quelle che prevedono

il dovere di comunicazione del collegio sindacale nei confronti della Consob (art. 149, 4° comma), non essendo sufficiente, a tal fine, la quotazione in un mercato regolamentato in un altro stato dell'Unione europea.

Ma non mancano neppure le norme che si applicano alle società italiane non quotate su un mercato regolamentato italiano, ma soltanto in un mercato regolamentato di altro Stato membro (es.: la *passivity rule* disciplinata dall'art. 104 T.U.F.).

E le norme applicabili agli «emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro di origine» sono norme per le quali, talvolta, è indifferente se gli emittenti siano quotati in un mercato regolamento italiano o di altro Stato membro (es.: *passivity rule*), mentre, talaltra, si postula l'ammissione alla quotazione su un mercato regolamento italiano (OPA obbligatoria).

Deve poi notarsi che non rientrano nella definizione di emittente quotato – e quindi non risultano in principio soggette alla disciplina speciale che ci accingiamo a descrivere in questo capitolo – le società i cui titoli siano scambiati su sistemi multilaterali di negoziazione, come ad esempio le società quotate su *Euronext Growth Milan*, poiché i sistemi multilaterali di negoziazione non sono «mercati regolamentati» in senso proprio. Di conseguenza, le società quotate su questi mercati saranno in principio disciplinate dal diritto societario «comune» (e, ove ne ricorrano i requisiti, dalle norme speciali previste per gli emittenti titoli diffusi fra il pubblico in misura rilevante, sulle quali v. il successivo par. 8).

F) Il Testo Unico dettava una disciplina per le società quotate notevolmente diversa da quella applicabile alla generalità delle società per azioni e anche da quella prevista per le società a capitale diffuso ma non quotate (art. 116 T.U.F.). Negli anni successivi all'entrata in vigore del Testo Unico lo statuto delle società per azioni quotate si è allontanato ulteriormente dal diritto comune delle società per azioni, anche per la diffusa adozione da parte delle quotate del Codice di autodisciplina predisposto nel 1999 da Borsa italiana S.p.A. e rivisto prima nel 2002 e nel 2011 e, da ultimo, nel gennaio 2020.

Questo Codice, la cui adozione è parzialmente obbligatoria per la quotazione delle azioni su almeno un segmento (quello STAR) del Mercato di Borsa, prevede una disciplina del consiglio di amministrazione che a) ne accentua il ruolo strategico nell'ambito della *governance* societaria e b) ne favorisce la capacità di perseguire l'interesse della società attraverso l'imposizione di un certo numero di amministratori indipendenti e obblighi stringenti di informazione da parte degli amministratori delegati; c) ne rafforza il potere di controllo sulla gestione attraverso la costituzione di comitati (di amministratori) per il controllo interno (*audit committee*).

L'adozione del codice ha contribuito ad imporre nelle quotate il rispetto di *best practices* sconosciute alle società non quotate.

G) La riforma del diritto societario realizzata nel 2003 non è univoca per quanto concerne i rapporti fra statuto delle società quotate e statuto delle società non quotate. Per alcuni profili civilistici la riforma ha avvicinato lo statuto delle non quotate a quello delle quotate, favorendo il ricorso al mercato dei capitali anche delle prime ed estendendo alle stesse alcuni istituti (come la possibilità di emettere azioni di contenuto analogo a quelle di risparmio o l'esperibilità dell'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori su iniziativa della minoranza) che il Testo Unico aveva previsto per le quotate o rendendo applicabili alle non quotate regole che quest'ultimo aveva riservato alle quotate (come le norme sul controllo contabile e sui poteri del collegio sindacale). Ma, di contro, la riforma del diritto penale societario, sia pure nell'ambito di un generale depotenziamento della sanzione penale, ha dettato, ad es., per il falso in bilancio, una disciplina molto meno severa, se non del tutto inoffensiva, per le non quotate (cfr. artt. 2621 e 2622 c.c., così come riscritti già dall'art. 1, D.Lgs. 11 aprile 2002, n. 61 e successivamente riformulati dalla legge n. 262 del 2005) e reso così più profondo il solco fra i due statuti, in tal modo disincentivando la propensione alla quotazione.

H) Come si è già ricordato, gli scandali finanziari dei primi anni Duemila avevano messo in luce una serie di comportamenti, da parte degli organi di gestione e di controllo delle società quotate, lesivi delle più elementari regole del buon governo societario, oltre che dei principi cui dovrebbero attenersi gli intermediari di mercato; la legge n. 262 del 2005 ha cercato di contrastare quei comportamenti attraverso l'introduzione di nuove regole per l'organizzazione delle società quotate.

Sotto questo profilo ha ulteriormente allontanato lo statuto delle società quotate da quello delle non quotate ma a capitale diffuso, dal momento che, appunto, la nuova legge trascura questa seconda categoria di società aperte, se non per alcuni particolari aspetti (es.: art. 2629-bis c.c., in materia di omessa comunicazione del conflitto di interessi; art. 114-bis T.U.F., sui piani di *stock options*, art. 165-ter T.U.F. per i rapporti con società estere aventi sede in particolari stati).

Per quanto concerne le società quotate, e al di là di talune scelte «singolari» (ad es. il ricorso obbligatorio al voto segreto per la «elezione alle cariche sociali», norma poi soppressa dal D.Lgs. n. 303 del 2006), la legge n. 262 non mi pare che si muova lungo una linea di politica legislativa diversa da quella del Testo Unico: a) cerca di rafforzare il potere delle minoranze (prevedendo il voto di lista nella nomina degli amministratori); b) potenzia il controllo del collegio sindacale e pone un limite al cumulo degli incarichi che possono essere ricoperti dai sindaci; c) attribuisce ai soci il potere di integrare l'ordine del giorno dell'assemblea; d) introduce norme che favoriscano il concreto ri-

spetto dei codici di comportamento ai quali la società dichiara di aderire; e) impone vincoli di trasparenza ai gruppi che abbiano società controllate in «paradisi civilistici»; f) impone la nomina del dirigente «responsabile della redazione dei documenti contabili», il che dovrebbe contribuire alla credibilità delle informazioni contabili che la società offre al mercato.

I) Come abbiamo a suo tempo ricordato, il D.Lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, dando attuazione alla direttiva 2007/36 «relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate», ha introdotto nel Testo Unico importanti modificazioni dirette a rafforzare la capacità degli azionisti di incidere sui lavori dell'assemblea, integrando, sotto questo profilo, le scelte di politica legislativa adottate dalla legge n. 262 del 2005. Un ulteriore passo avanti in direzione del rafforzamento delle prerogative degli azionisti e del loro ruolo nel governo societario è stato compiuto dal D.Lgs. 10 maggio 2019, n. 49, di attuazione della seconda direttiva azionisti, che ha introdotto norme volte a facilitare l'identificazione degli azionisti titolari di partecipazioni non irrilevanti, anche allo scopo di facilitare l'esercizio dei diritti sociali (v. art. 83-*duodecies*), ha potenziato l'istituto del «*say on pay*», ossia il voto degli azionisti sulla politica di remunerazione del *top management* (art. 123-*ter*), ha introdotto disposizioni finalizzate a promuovere una più attiva partecipazione degli investitori istituzionali al governo delle società partecipate (v. l'art. 124-*quinquies* in materia di politica di impegno degli investitori istituzionali, già discusso al cap. V, par. 3.3).

L) Notevole importanza nella configurazione della fisionomia delle società quotate ha poi avuto il D.L. 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni dalla legge n. 116 dell'11 agosto 2014: esso ha introdotto una nuova disciplina delle offerte pubbliche obbligatorie, prevedendo, tra l'altro, una disciplina speciale per le PMI quotate; ha consentito alle società quotate la maggiorazione del diritto di voto per le azioni detenute per un certo periodo (art. 127-*quinquies* T.U.F.), mentre ha negato alle società quotate la possibilità di emettere azioni a voto plurimo, nel momento in cui ne consentiva la emissione alle società non quotate, modificando l'art. 2351, 4° comma c.c. e permettendo, alle quotate, soltanto la conservazione delle azioni a voto plurimo emesse prima della quotazione.

2. La trasparenza degli assetti proprietari

A) Il Testo Unico impone una compiuta trasparenza degli assetti proprietari degli «emittenti azioni quotate aventi l'Italia come stato membro

di origine» (ossia, come già visto, essenzialmente le società aventi sede in Italia con azioni ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati italiani o di altro stato membro della Comunità europea); trasparenza non solo nei confronti della società quotata partecipata, ma anche nei confronti della Consob e del mercato. L'obbligo di trasparenza non concerne, per altro, una qualsiasi partecipazione ma soltanto quelle che possono avere una incidenza significativa sul potere di gestione della società.

Essenziale, per cogliere il significato della relativa disciplina, è la nozione di «partecipazione». Nel sistema originario del Testo Unico tale nozione non sollevava problemi, coincidendo con le azioni dotate del diritto di voto, anche soltanto nelle assemblee straordinarie. Come è noto, la riforma societaria ha riconosciuto diritti amministrativi anche a strumenti finanziari diversi dalle azioni ed il T.U. è stato, pertanto, costretto a tener conto di questa circostanza nel determinare la nozione di partecipazione.

L'art. 1, comma 6°-bis, introdotto con il D.Lgs. n. 37 del 2004, stabilisce, infatti, che per «partecipazioni» si intendono «le azioni, le quote e gli altri strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi o comunque quelli previsti dall'art. 2351, ultimo comma, del codice civile»; norma, quest'ultima, che, a sua volta, consente agli statuti di dotare gli strumenti finanziari «del diritto di voto su argomenti specificamente indicati» e, in particolare, «di riservare ai loro possessori la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco».

Questo è, dunque, il nuovo concetto di «partecipazione» che dovrebbe essere utilizzato anche nella ricostruzione della disciplina che regola gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni sociali dettata dall'art. 120 T.U.F. Questa norma stabilisce che «coloro che partecipano in [una società con azioni quotate] in misura superiore al tre per cento del capitale sociale ne danno comunicazione alla società partecipata e alla Consob» (art. 120, 2° comma), intendendosi per capitale sociale «quello rappresentato da azioni con diritto di voto» (art. 120, 1° comma), mentre nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto, per capitale si intende il numero complessivo dei diritti di voto. La soglia del 3% è elevata al 5% per le PMI (art. 120, 2° comma).

Il coordinamento fra il dettato di questa norma e la nuova nozione di partecipazione, con riferimento all'ipotesi in cui esistano strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi, potrebbe sollevare qualche problema. Questi, infatti, non sono mai rappresentativi di frazione del capitale sociale e si potrebbe quindi essere tentati di ritenere che gli stessi non possano essere confrontati con il capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto, come pretende il 1° comma della norma in esame, al fine di determinare la soglia superata la quale sorge l'obbligo di comunicazione.

Sembra, tuttavia, preferibile, per assicurare la trasparenza dei rapporti di potere voluta dal legislatore, ritenere che la soglia del 3% vada determinata ponendo al numeratore sia le azioni con diritto di voto sia gli strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi e al denominatore solo il capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto.

Come abbiamo a suo tempo ricordato, l'art. 7 della legge 9 aprile 2009, n. 33 ha stabilito che «la Consob può, con provvedimento motivato da esigenze di tutela degli investitori nonché di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali, prevedere, per un limitato periodo di tempo, soglie inferiori a quella indicata nel 2° comma per società ad azionariato particolarmente diffuso». Così dispone l'art. 120, comma 2°-bis, T.U.F., come da ultimo modificato dal D.L. n. 23 dell'8 aprile 2020, convertito con modificazioni dalla legge 5 giugno 2020, n. 40, che ha soppresso l'ulteriore requisito dell'«elevato valore corrente di mercato» originariamente previsto dalla l. n. 33 del 2009, in ragione della pronunciata e generalizzata flessione dei corsi azionari verificatasi specialmente nel 2020 e legata alla pandemia dovuta al virus COVID-19.

Il Testo Unico ha affidato alla Consob il compito di fissare «i criteri per il calcolo delle partecipazioni avendo riguardo anche alle partecipazioni indirettamente detenute e alle ipotesi in cui il diritto di voto spetta o è attribuito a soggetto diverso dal socio [...]» (art. 120, 4° comma, lett. b)), e la stessa ha stabilito (art. 118 regolamento Emittenti) che:

«Ai fini degli obblighi di comunicazione disciplinati dall'articolo 120 del Testo Unico [...], sono considerate partecipazioni le azioni delle quali un soggetto è titolare, anche se il diritto di voto spetta o è attribuito a terzi ovvero è sospeso. Sono, altresì, considerate partecipazioni le azioni in relazione alle quali spetta o è attribuito ad un soggetto il diritto di voto ove ricorra uno dei seguenti casi o una combinazione degli stessi:

a) il diritto di voto spetti in qualità di creditore pignoratizio o di usufruttuario;

b) il diritto di voto spetti in qualità di depositario o intestatario conto terzi, purché tale diritto possa essere esercitato discrezionalmente;

c) il diritto di voto spetti in virtù di delega, purché tale diritto possa essere esercitato discrezionalmente in assenza di specifiche istruzioni da parte del delegante;

d) il diritto di voto spetti in base ad un accordo che prevede il trasferimento provvisorio e retribuito del medesimo».

Il legislatore ha ritenuto importante imporre trasparenza anche alle variazioni delle partecipazioni rilevanti, sia in aumento sia in diminuzione, demandando alla Consob l'individuazione delle variazioni che comportano l'obbligo di comunicazione. E il regolamento Emittenti (art. 117) ha

stabilito che debba essere comunicato alla società quotata e alla stessa Consob l'avvenuto superamento delle soglie percentuali del 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 66,6, 90%, nonché la riduzione della partecipazione entro le medesime soglie.

Il regolamento Consob impone obblighi di comunicazione anche con riferimento alle «partecipazioni potenziali», che il regolamento individua nelle «azioni che costituiscono il sottostante di strumenti finanziari derivati elencati dall'articolo 1, comma 2°-ter, lettera a), del Testo Unico, nonché di ogni altro strumento finanziario o contratto, che, in virtù di un accordo giuridicamente vincolante, attribuiscono al titolare, su iniziativa esclusiva dello stesso, il diritto incondizionato di acquistare, tramite consegna fisica, le azioni sottostanti, ovvero la discrezionalità di acquistare, tramite consegna fisica, le azioni sottostanti» (art. 116-terdecies, 1° comma, lett. d)), e alle altre «posizioni lunghe», definite come «le azioni che costituiscono il sottostante di strumenti finanziari derivati elencati dall'articolo 1, comma 2-ter, lettera a), del Testo unico, nonché di ogni altro contratto diverso da quelli rilevanti per le partecipazioni potenziali, in grado di determinare l'assunzione di un interesse economico positivamente correlato all'andamento del sottostante, ivi incluso il caso della controparte del titolare di una posizione corta». Per le partecipazioni potenziali e per le altre posizioni lunghe il regolamento fissa soglie in larga parte analoghe a quelle previste per le «partecipazioni effettive», ma separate (art. 119).

La comunicazione delle partecipazioni è effettuata «tempestivamente e comunque entro quattro giorni decorrenti dal giorno in cui il soggetto è venuto a conoscenza dell'operazione idonea a determinare il sorgere dell'obbligo» (art. 121 regolamento Emittenti).

Come si accennava, la comunicazione delle partecipazioni rilevanti e delle relative variazioni non viene effettuata soltanto nei confronti della società quotata e della Consob, ma, sia ad opera della prima sia tramite quest'ultima, viene diffusa al mercato. Più precisamente (art. 122 regolamento Emittenti), la Consob «pubblica, in luogo degli emittenti azioni quotate, le informazioni acquisite entro i tre giorni di negoziazione successivi al ricevimento della comunicazione», secondo le modalità previste in via generale dallo stesso regolamento Emittenti per la diffusione delle informazioni regolamentate.

Il legislatore ha poi previsto, in caso di omessa comunicazione, oltre ad una sanzione amministrativa (art. 193, 2° comma, T.U.F.), anche una sanzione civile, ossia la sospensione del diritto di voto «inerente alle azioni quotate o agli altri strumenti finanziari per i quali sono state omesse le comunicazioni» (art. 120, 5° comma, T.U.F.), ossia per la soglia iniziale (del 3% o del 5% per le PMI) e il superamento delle soglie di incremento; sanzione che colpisce soltanto le azioni o gli strumenti finanziari ecceden-