

[www.rivistadirittosocietario.it](http://www.rivistadirittosocietario.it)

**Il portale web garantisce un costante aggiornamento su tutte le evoluzioni del diritto societario**

Consta di due sezioni:

**Area "pubblica" (accessibile ad ogni visitatore)**

**Area "riservata" (accessibile agli abbonati)**



**Interno, Internazionale  
Comunitario e Comparato**

*Direttori:*

Niccolò Abriani, Massimo Benedettelli, Vincenzo Cariello, Luca Enriques, Giuseppe Ferri jr, Gianvito Giannelli, Fabrizio Guerrera, Giuseppe Guizzi, Marco Lamandini, Roberto Pennisi, Michele Perrino, Paolo Piscitello, Duccio Regoli, Giuseppe A. Rescio, Daniele U. Santosuosso, Lorenzo Stanghellini, Umberto Tombari

Rivista trimestrale - 4/2017



G. Giappichelli Editore – Torino



b) i criteri per il calcolo delle partecipazioni, avendo riguardo anche alle partecipazioni indirettamente detenute, alle ipotesi in cui il diritto di voto spetta o è attribuito a soggetto diverso dal socio nonché a quelle di maggiorazione dei diritti di voto;

c) il contenuto e le modalità delle comunicazioni e dell'informazione del pubblico, nonché le eventuali deroghe per quest'ultima;

d) i termini per la comunicazione e per l'informazione del pubblico;

d-bis) i casi in cui le comunicazioni sono dovute dai possessori di strumenti finanziari dotati dei diritti previsti dall'articolo 2351, ultimo comma, del codice civile;

d-ter) i casi in cui la detenzione di strumenti finanziari derivati determina obblighi di comunicazione;

d-quater) le ipotesi di esenzione dall'applicazione delle presenti disposizioni.

**4-bis.** In occasione dell'acquisto di una partecipazione in emittenti quotati pari o superiore alle soglie del 10 per cento, 20 per cento e 25 per cento del relativo capitale, salvo quanto previsto dall'articolo 106, comma 1-bis, il soggetto che effettua le comunicazioni di cui ai commi 2 e seguenti del presente articolo deve dichiarare gli obiettivi che ha intenzione di perseguire nel corso dei sei mesi successivi. Nella dichiarazione sono indicati sotto la responsabilità del dichiarante:

a) i modi di finanziamento dell'acquisizione;

b) se agisce solo o in concerto;

c) se intende fermare i suoi acquisti o proseguirli nonché se intende acquisire il controllo dell'emittente o comunque esercitare un'influenza sulla gestione della società e, in tali casi, la strategia che intende adottare e le operazioni per metterla in opera;

d) le sue intenzioni per quanto riguarda eventuali accordi e patti parasociali di cui è parte;

e) se intende proporre l'integrazione o la revoca degli organi amministrativi o di controllo dell'emittente.

La CONSOB può individuare con proprio regolamento i casi in cui la suddetta dichiarazione non è dovuta, tenendo conto delle caratteristiche del soggetto che effettua la dichiarazione o della società di cui sono state acquistate le azioni.

La dichiarazione è trasmessa alla società di cui sono state acquistate le azioni e alla CONSOB, nonché è oggetto di comunicazione al pubblico secondo le modalità e i termini stabiliti con il regolamento della CONSOB emanato in attuazione del comma 4, lettere c) e d).

Fermo restando quanto previsto ai sensi dell'articolo 185, se nel termine di sei mesi dalla comunicazione della dichiarazione intervengono cambiamenti delle intenzioni sulla base di circostanze oggettive sopravvenute, una nuova dichiarazione motivata deve essere senza ritardo indirizzata alla società e alla CONSOB e portata alla conoscenza del pubblico secondo le medesime modalità. La nuova dichiarazione fa decorrere nuovamente il termine di sei mesi citato nel primo periodo del presente comma.

5. Il diritto di voto inerente alle azioni quotate od agli strumenti finanziari per i quali sono state omesse le comunicazioni previste dal comma 2 o la dichiarazione prevista dal comma 4-bis non può essere esercitato. In caso di inosservanza, si applica l'articolo 14, comma 5. L'impugnazione può essere proposta anche dalla Consob entro il termine indicato nell'articolo 14, comma 6.

6. Il comma 2 non si applica alle partecipazioni detenute, per il tramite di società controllate, dal Ministero dell'economia e delle finanze. I relativi obblighi di comunicazione sono adempiuti dalle società controllate.

\* \* \*

### **Prima lettura del nuovo comma 4-bis dell'art. 120 Tuf (sulla accresciuta trasparenza relativa alle acquisizioni di partecipazioni di società quotate nel contesto europeo e internazionale)**

Daniele U. Santosuosso

La *ratio* della nuova disciplina contenuta nel comma 4 bis, introdotto nell'articolo 120 del Tuf dall'articolo 13 del c.d. collegato fiscale 2017 (d.l. n. 148 del 16 ottobre 2017, n. 148, 13 del convertito con modificazioni dalla l. n. 172 del 4 dicembre 2017), risponde alla evidente finalità di potenziare il grado e la qualità della trasparenza, sia delle dinamiche di *governance* aziendali sia del mercato del controllo societario e dei capitali; trasparenza considerata dal legislatore strumento di maggiore efficienza del mercato, nella maggiore consapevolezza degli *stakeholders* e delle autorità di vigilanza, segnatamente in situazioni di volatilità azionaria e di mancata corrispondenza tra valori di mercato e i fondamentali degli emittenti.

Le nuove disposizioni si collocano nella disciplina sugli obblighi di comunicazione (alla società partecipata ed alla Consob) in materia di assetti proprietari, che sinora richiedeva (sopra una certa soglia di capitale "votante", a partire dal 3%, e se Pmi 5%) di far trasparire soltanto gli assetti c.d. "di potere"<sup>1</sup> o direi meglio le caratteristiche partecipative tramite il voto (azioni, strumenti finanziari con diritto di voto mirato). In concreto: identità del partecipante, titolo legale della intestazione, struttura partecipativa (tipo, numero e via dicendo). Per una visione potremmo dire statica della vicenda acquisitiva.

Con la nuova norma, ad ogni soglia raggiunta o superata (10, 20, 25%) l'ac-

<sup>1</sup> CORRADI, "Commento sub art. 120", in *Commentario T.u.f.* a cura di F. Vella (Torino, 2012), Tomo II, 1244; MAVIGLIA, "Commento sub art. 120", in *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria, Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998*, a cura di Rabitti Bedogni, (Milano, 1998), 641; SBISÀ, "Commento sub art. 120", in *Commentario al Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione (Padova, 1998), 1115.

quirente dovrà dichiarare, in una prospettiva per converso dinamica, anche, in generale, gli "obiettivi" che intende perseguire nel corso dei sei mesi successivi: sembra questo il passaggio dalla portata maggiormente innovativa della nuova disciplina. La lettera e la *ratio legis* depongono nel senso che dovranno essere oggetto di informativa anche le scelte imprenditoriali strategiche industriali e finanziarie, ovviamente collegate alla posizione e alle prerogative di azionista come tale: e quindi non soltanto la misura e le modalità di esercizio del potere che egli intende avere, ma anche che cosa intende fare con quel potere. Inoltre, più specificamente, la nuova disposizione indica una serie di elementi (il cui contenuto spetterà alla Consob dettagliare con regolamento) da comunicare: sulla struttura dell'acquisizione (come e da chi è stata finanziata, con chi eventualmente si agisce); sui margini di influenza che si vuole esercitare: se si intende incrementare la partecipazione, acquisire (e con quali modalità) il controllo o comunque una influenza sulla gestione, integrare o revocare gli organi amministrativi o di controllo; quali siano le intenzioni su eventuali accordi parasociali.

Il cambio di passo nella direzione della maggiore trasparenza rispetto al sistema precedentemente in vigore appare dunque radicale. Ma non si tratta, va osservato, di una originalità del legislatore nazionale, o peggio di una innovazione ispirata da "nuovi nazionalismi". La disciplina, che peraltro non è retroattiva, è coerente con il diritto comunitario: la direttiva 2013/50/UE (considerando 12) in materia di obblighi di trasparenza dà facoltà agli Stati membri di definire obblighi più rigorosi di quelli stabiliti dalla direttiva 2004/109/CE (*Transparency Directive* modificata dalla stessa direttiva 2013/50/UE) anche riguardo al "contenuto" della notifica delle partecipazioni rilevanti; opzione dunque che il nostro legislatore ha colto nell'ambito delle sue facoltà di scelta, ragionevolmente bilanciando i vari interessi in gioco. Ed inoltre questa disciplina si ispira ad altri ordinamenti: negli Stati Uniti la Sect. 240 del *Securities Exchange Act* 1934 prescrive la comunicazione di informazioni in merito ai piani futuri dell'acquirente di una partecipazione significativa in società quotate, superiore al 10% del capitale, da rendere pubblici mediante un documento il cui formato è previsto dalla legge. In Francia la disciplina contenuta nell'Article L233-7 (*Modifié par LOI n°2016-1691 du 9 décembre 2016 – art. 42*) sugli elementi informativi da comunicare è per noi esemplare: sostanzialmente ha lo stesso contenuto di quella del nostro nuovo comma 4 bis, anche se le soglie di scatto sono più numerose<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Appare utile riportare integralmente in particolare il seguente comma: VII. – Lorsque les actions de la société sont admises aux négociations sur un marché réglementé, la personne tenue à l'information prévue au I est tenue de déclarer, à l'occasion des franchissements de seuil du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième ou du quart du capital ou des droits de vote, les objectifs qu'elle a l'intention de poursuivre au cours des six mois à venir.

Cette personne précise dans sa déclaration:

a) Les modes de financement de l'acquisition; b) Si elle agit seule ou de concert; c) Si elle en-

Un regime normativo dunque che va armonizzandosi a livello europeo e internazionale e che appare, in un orizzonte sistematico più vasto, ben inquadrarsi nei più recenti orientamenti della corporate governance sotto i profili della interazione tra investitori istituzionali (e più in generale professionali) ed emittenti. Da un lato infatti, sulla scia delle *best practices* di *stewardship* per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate, si va affermando la tendenza a rendere più permeabile il confine tra proprietà ("qualificata": in sintesi investitori istituzionali, gestori e *advisor*) e management, destinatario di richieste di *disclosure* mirata da parte degli investitori al fine di stimolare il confronto e la collaborazione<sup>3</sup>, ma che finisce per esercitare una influenza (suasion) sulle stesse scelte gestionali. Dall'altro, e la normativa di cui parliamo ne è conferma, si chiede trasparenza e quindi "responsabilizzazione" *in primis* nei confronti dell'emittente da parte degli stessi investitori in vista della progressiva acquisizione di posizioni di potere. In tale ordine di idee si muovono vasti settori del diritto del mercato finanziario, tra cui la recente Direttiva (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 (disciplinante e "relativa ad alcuni aspetti di diritto societario), che prevede per esempio più ampi diritti di informazione a beneficio dell'emittente sulla identità degli azionisti.

La prospettiva appena illustrata può scontare però anche le criticità derivanti dalla c.d. *selective disclosure*<sup>4</sup>, a protezione dell'impresa e delle peculiarità dell'interesse sociale nei contesti in cui opera, nella cui prospettiva una *disclosure* "erga omnes", nel bilanciamento degli interessi, tra cui quello a protezione dei vantaggi competi-

visage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre et d'acquiescer ou non le contrôle de la société; d) La stratégie qu'elle envisage vis-à-vis de l'émetteur et les opérations pour la mettre en œuvre; e) Ses intentions quant au dénouement des accords et instruments mentionnés aux 4° et 4° bis du I de l'article L. 233-9, si elle est partie à de tels accords ou instruments; f) Tout accord de cession temporaire ayant pour objet les actions et les droits de vote; g) Si elle envisage de demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance.

Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise le contenu de ces éléments en tenant compte, le cas échéant, du niveau de la participation et des caractéristiques de la personne qui procède à la déclaration.

Cette déclaration est adressée à la société dont les actions ont été acquises et doit parvenir à l'Autorité des marchés financiers dans des délais fixés par décret en Conseil d'Etat. Cette information est portée à la connaissance du public dans les conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

En cas de changement d'intention dans le délai de six mois à compter du dépôt de cette déclaration, une nouvelle déclaration motivée doit être adressée à la société et à l'Autorité des marchés financiers sans délai et portée à la connaissance du public dans les mêmes conditions. Cette nouvelle déclaration fait courir à nouveau le délai de six mois mentionné au premier alinéa.

<sup>3</sup> ASSOGESTIONI, "Investitori istituzionali attivi o attivisti? Dialogo sulla *stewardship*", *Atti del convegno di Milano, 11 marzo 2015*; SINGER-SIRIANNI, *La Corporate governance: Elementi di teoria e profili operativi*, (Torino, 2016).

<sup>4</sup> Concetto nato principalmente nel contesto SEC: v. per tutti BAINBRIDGE, "Corporate Governance after the Financial Crisis", Oxford, 2012.

vi dell'impresa, potrebbe rivelarsi inefficiente se non dannosa<sup>5</sup>. In questa cornice si è in grado di meglio valutare la portata dell'ampia delega alla Consob, che potrà individuare con proprio regolamento i casi in cui "la suddetta dichiarazione non è dovuta, tenendo conto delle caratteristiche del soggetto che effettua la dichiarazione o della società di cui sono state acquistate le azioni". Potrebbe in prima battuta per esempio pensarsi a investitori di rilevanza pubblicitaria che debbano mantenere un certo grado di riservatezza in funzione di interessi superiori, o a soggetti già detentori di posizioni di controllo stabile, ovvero ancora a soggetti che "subiscano" superamenti non intenzionali (c.d. "passivi) delle soglie (così per effetto di trasferimenti di partecipazioni voluti da altri). L'opzione regolamentare andrà attentamente valutata affinché, nell'ottica virtuosa di *check and balance*, la regolamentazione dell'Autorità di vigilanza, nel prevedere i casi di esenzione, non rischi di svuotare la portata precettiva dell'innovazione "spuntando l'arma" della trasparenza.

<sup>5</sup> In tema vedi le interessanti considerazioni, nel contesto di una sempre maggiore *disruptive innovation*, sviluppate da ENRIQUES, "Il ruolo del consiglio di amministrazione delle società quotate italiane nell'era della *disruptive innovation*", in *Banca, impresa e società*, 2017, 15 ss., specie 16, 20, sulla necessità di mantenere comunque "efficaci canali di comunicazione tra società e investitori esterni".

## Brevissime note sulla Direttiva 2017/1132/UE nella codificazione del diritto societario europeo \*

Emanuele Stabile

1. La Direttiva 2017/1132/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017, entrata in vigore il 20 luglio 2017, è stata emanata nell'ambito dell'art. 50, paragrafo 2, lettera g), Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) con l'obiettivo di armonizzare le disposizioni nazionali in materia societaria, tutelare gli interessi dei soci e dei terzi, garantire lo sviluppo del mercato interno nonché la libertà di stabilimento<sup>1</sup> e di circolazione dei capitali.

Le perduranti (anche profonde) differenze giuridiche e la ancora insufficiente integrazione tra gli Stati membri giustificano in effetti i continui interventi di armonizzazione,<sup>2</sup> nel quadro di quella "armonizzazione minima", positiva o negativa<sup>3</sup>, finalizzata a porre un argine al c.d. arbitraggio normativo (che consente alle società di scegliere il sistema giuridico più favorevole con finalità anche elusive o semplicemente opportunistiche con possibili effetti da concorrenza tra ordinamenti al ribasso, c.d. *race to the bottom*)<sup>4</sup>.

\* Direttiva (UE) 2017/1132 del parlamento europeo e del consiglio del 14 giugno 2017 relativa ad alcuni aspetti di diritto societario (testo codificato).

<sup>1</sup> Considerando n. 2 Direttiva 2017/1132/UE. Cfr. l'art. 49 TFUE.

<sup>2</sup> V. il considerando n. 1 Direttiva 2017/1132/UE: «le direttive ... hanno subito varie e sostanziali modifiche. A fini di chiarezza e razionalizzazione è opportuno procedere alla loro codificazione». Si veda BENEDETTI-LAMANDINI, *Diritto societario europeo e internazionale* (Torino, 2017), 179 ss.; SANTELLA, "Prospettive del diritto societario europeo", in questa *Rivista*, 2010, IV, 770 ss.; HOPT, "Company Law in the European Union: Harmonization and/or Subsidiarity?", in *Int. Comp. Corporate Law Rev.*, 1999, I, 41 ss.; KULMS, "Private Company Law in Europe – Time for Reform?", in questa *Rivista*, 2008, IV, 734 ss.; ENRIQUES-ZORZI, "Armonizzazione e arbitraggio normativo nel diritto societario europeo", in *Riv. Soc.*, 2016, V, 775 ss.; FERRI JR.-STELLA RICHTER, *Profili attuali di diritto societario europeo* (Milano, 2010), 1 ss.; DELLE MONACHE, "Questioni attuali del diritto societario europeo", in *Riv. dir. civ.*, 2009, I, 2, 1 ss.; WEIGMANN, "Verso un diritto societario europeo", in *Giur. it.*, 2009, V, 1297 ss.; PORTALE, "Armonizzazione" e "concorrenza" tra ordinamenti nel diritto societario europeo", in *Corriere giur.*, 2003, I, 95 ss.

<sup>3</sup> L'armonizzazione negativa consiste nell'eliminare gli ostacoli alle libertà fondamentali, mentre quella positiva prevede l'introduzione di discipline migliorative comuni tra i vari paesi europei. Cfr. assai utilmente BENEDETTI-LAMANDINI (*supra*, n. 2), 179 ss., 198.

<sup>4</sup> Si tenga presente che il legislatore europeo interviene se gli stati membri non riescono a correggere l'inefficienza allocativa: cfr. BENEDETTI-LAMANDINI (*supra*, n. 2), 202.