

SENATO DELLA REPUBBLICA

X LEGISLATURA

6^a COMMISSIONE PERMANENTE

(Finanze e tesoro)

9^o RESOCONTO STENOGRAFICO

SEDUTA DI MERCOLEDÌ 8 GIUGNO 1988

(Antimeridiana)

**Presidenza del Presidente BERLANDA
indi del Vice Presidente CAVAZZUTI**

INDICE

Disegni di legge in sede redigente

«Disciplina delle offerte pubbliche di azioni e obbligazioni e misure per il mercato mobiliare» (576), d'iniziativa del senatore Berlanda e di altri senatori (Rinvio dall'Assemblea in Commissione nella seduta del 2 giugno 1988)

(Discussione e rinvio)

PRESIDENTE:

- Berlanda (DC) Pag. 2, 3, 4 e *passim*
- Cavazzuti (Sin. Ind.) 46
BEORCHIA (DC) 6, 23, 25 e *passim*
BRINA (PCI) 14, 17, 27 e *passim*

CANDIOTO (PLI) Pag. 27
CANNATA (PCI) 20
CAVAZZUTI (Sin. Ind.) 5, 9, 12 e *passim*
COLOMBO (DC), *relatore alla Commissione* 5, 6,
7 e *passim*
GAROFALO (PCI) 12, 23, 30 e *passim*
LEONARDI (DC) 48
PIZZOL (PSI) 21, 22
ROSSI (Sin. Ind.) 3, 4, 5 e *passim*
RUFFINO (DC) 3, 4, 5 e *passim*
SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro* ... 3, 4,
5 e *passim*
VISENTINI (PRI) 6, 12, 13 e *passim*

I lavori hanno inizio alle ore 9,45.

Presidenza del Presidente BERLANDA

DISEGNI DI LEGGE IN SEDE REDIGENTE

«Disciplina delle offerte pubbliche di azioni e obbligazioni e misure per il mercato mobiliare» (576), d'iniziativa del senatore Berlanda e di altri senatori

(Rinviato dall'Assemblea in Commissione nella seduta del 2 giugno 1988)

(Discussione e rinvio)

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca la discussione del disegno di legge: «Disciplina delle offerte pubbliche di azioni e obbligazioni e misure per il mercato mobiliare», d'iniziativa dei senatori Berlanda, Aliverti, Beorchia, Colombo, De Cinque, Favilla, Leonardi, Patriarca, Ruffino, Santalco, Triglia, Abis, Guzzetti, Fontana Elio, Lombardi, Zecchino, Mora, Perugini, Rezzonico, Rebecchini, Vercesi, Pinto, Di Lembo, Donato, Mazzola, Melotto, Golfari, Bausi, Acquarone e Azzaretti, rinviato dall'Assemblea in Commissione nella seduta del 2 giugno 1988.

Come i colleghi ricordano, in data 1° giugno 1988 si è svolta in Assemblea la discussione generale sul disegno di legge n. 576, nel testo da noi approvato in sede referente, con repliche del relatore e del rappresentante del Governo. Il disegno di legge è stato rinviato alla nostra Commissione in sede redigente unitamente agli emendamenti presentati in Assemblea. A questi ultimi si sono nel frattempo aggiunti alcuni emendamenti presentati dai senatori comunisti e dal senatore Visentini.

Pertanto, se non si fanno osservazioni, tale fase procedurale verrà considerata acquisita all'attuale fase del dibattito.

Passiamo quindi all'esame degli articoli, prendendo a base il testo da noi approvato in sede referente.

Ritengo che si possa procedere con celerità all'esame dei primi 11 articoli del disegno di legge, poichè non mi pare che essi presentino particolari difficoltà. Successivamente, procederemo ad una valutazione preliminare delle diverse posizioni assunte in ordine all'articolo 12 del disegno di legge.

Do lettura dell'articolo 1:

CAPO I

OFFERTE PUBBLICHE DI VENDITA E DI SOTTOSCRIZIONE

Art. 1.

1. Coloro che intendono procedere alla vendita o alla offerta in sottoscrizione di azioni o di obbligazioni, anche convertibili, in seguito denominate «titoli», mediante offerta al pubblico ai sensi dell'articolo 18 del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, come convertito dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modifiche e integrazioni, devono osservare le norme contenute nel Capo I della presente legge.

A questo articolo è stato presentato dal Governo il seguente emendamento:

Dopo il comma 1, aggiungere il seguente:

«1-bis. Non costituiscono pubbliche offerte di vendita o di sottoscrizione quelle rivolte esclusivamente ai dirigenti o ai dipendenti della società emittente, o ad investitori istituzionali, ovvero le offerte in opzione ai soci di azioni rivenienti da aumento del capitale».

1.1

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Signor Presidente, mi limito a dire che l'emendamento 1.1 è in linea con la direttiva comunitaria.

ROSSI. Nel dichiararmi favorevole all'emendamento governativo, rilevo che esso appare in linea anche con le norme del codice laddove, quando il destinatario è il dipendente, scatta una regolamentazione diversa.

PRESIDENTE. Vorrei far rilevare che nella pratica recente si sono verificate offerte a dipendenti di aziende controllate. Il testo dell'emendamento 1.1 esclude soltanto le offerte ai dipendenti della società emittente, il che significa che, se si fa un'offerta a favore dei dipendenti di società controllate, questa resta al di fuori del campo di esenzione.

RUFFINO. L'osservazione del Presidente mi sembra molto pertinente. Occorrerebbe valutare l'opportunità di formalizzarla con un emendamento che ampli, sia pure in modo ben delimitato, l'ambito delle offerte che non costituiscono offerte pubbliche di acquisto.

PRESIDENTE. Personalmente sarei contrario ad un emendamento in tal senso perchè non credo sia possibile fare un inventario di tutti i casi concreti che la pratica quotidiana ci sottopone e che si sono già verificati nel mercato. Non vedo comunque perchè, se una società vuol fare un'offerta riservata alle categorie cui prima ho fatto riferimento, ciò dovrebbe essere impedito.

RUFFINO. Penso che sarebbe opportuno aggiungere, dopo le parole: «ai dirigenti o ai dipendenti della società emittente», le altre: «o delle società da questa controllate».

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Ritengo che non si debba modificare l'emendamento 1.1 non solo, come argomento giuridico formale, perchè esso è in linea con la direttiva comunitaria ed è corrispondente a quanto previsto nel codice civile, ma anche perchè quello sollevato non sembra un caso che necessita di una particolare regolamentazione.

Il Presidente intravede dei pericoli, dei modi di aggirare la norma che si intende stabilire con l'emendamento 1.1, che francamente non mi pare che esistano.

PRESIDENTE. A me va bene l'emendamento, con la coscienza però che stiamo ponendo dei limiti. In effetti, se non prevedessimo nulla, ogni azienda potrebbe tranquillamente fare delle offerte ai propri dipendenti. Quindi si può prevedere che in questo caso non si applichino le norme sull'OPA, ma con la coscienza che restringiamo l'arco di possibilità che la prassi ha già determinato sul mercato. Infatti non sarebbero più possibili offerte a dipendenti di società controllate ovvero a clienti di esse.

ROSSI. Sono d'accordo con l'emendamento del Governo perchè, anche secondo la prassi societaria azionista, quando vi sono offerte pubbliche d'acquisto a dipendenti di società controllate, in realtà si viene ad avere una maggiore trasparenza sullo stato delle società controllate. Se invece escludiamo questa possibilità, accade che le società offrono ai dipendenti azioni di società controllate di cui non si sa assolutamente nulla e che molte volte sono «bidoni». L'OPA è uno strumento di trasparenza: è quindi opportuno prevedere che essa non sia applicata soltanto nel caso di offerta a dipendenti della società emittente e non anche per i dipendenti delle società controllate.

RUFFINO. Vorrei manifestare una certa preoccupazione per questo testo. Perchè dobbiamo prevedere che le offerte rivolte a investitori istituzionali non debbano essere soggette al regime delle OPA? Cosa significa investitori istituzionali?

Ho cercato invano, inoltre, di trovare nel codice civile la parola «rivenienti» che compare nel comma proposto dal Governo («azioni rivenienti da aumento del capitale»). Cerchiamo di trovare un'altra parola.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Il comma proposto è in linea con la direttiva comunitaria.

ROSSI. Sì, ma da noi non vi sono gli investitori istituzionali o per lo meno non si capisce chi sono. Io proporrei di togliere quella espressione.

PRESIDENTE. Effettivamente la categoria degli investitori istituzionali da noi non è ben precisata.

Riassumendo, si tratterebbe di approvare l'emendamento proposto dal Governo sopprimendo l'espressione: «o ad investitori istituzionali».

RUFFINO. Dovremmo anche decidere se inserire l'inciso: «o delle società da questa controllate». Per parte mia sono favorevole a tale estensione, ma non vorrei che queste norme fossero segnate da schematismi troppo rigidi.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Come metodologia generale di approccio, mi pare doveroso premettere che il testo recato in Aula dalla 6^a Commissione è stato oggetto di una serie di obiezioni quasi tutte riferite all'eccessivo irrigidimento del mercato. Il nostro intento, con l'emendamento in esame, è di determinare una certa deregolamentazione rispetto alla precedente impostazione. Ciò in linea generale, poichè in qualche caso si tratterà di regolare di più anzichè di meno.

Per tornare all'emendamento, esso riprende esattamente una direttiva comunitaria e intende eliminare le rigidità che necessariamente vengono dalla normativa nei confronti di alcuni soggetti per i quali non vi è necessità di irrigidimento. Per quanto riguarda le perplessità in ordine all'espressione: «investitori istituzionali», essi sono coloro che hanno avuto in qualche modo un riconoscimento giuridico; rispetto a tali soggetti non è necessaria evidentemente l'offerta pubblica di acquisto; penso, ad esempio, ai fondi comuni d'investimento e ai fondi pensione.

ROSSI. Le assicurazioni, le *commercial banks* sono dentro o fuori?

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Sono fuori.

COLOMBO, *relatore alla Commissione*. Vi è comunque il rischio di un eccessivo ampliamento delle esenzioni dalla normativa sulle OPA.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. C'è una prassi consolidata nell'uso di questo termine.

CAVAZZUTI. Oltre alla definizione di investitore istituzionale, l'equivoco di prendere la normativa vigente in sede CEE è che per gli altri paesi c'è l'obbligo della concentrazione in borsa. Noi, invece, rischiamo di riservare offerte pubbliche ad investitori istituzionali che, una volta che hanno nel loro portafoglio tali azioni, se le ripassano sotto forma di pacchetti senza quotarle in borsa. Questo è l'equivoco di tutta la legislazione che ci apprestiamo a rivedere. È giusta l'osservazione del Sottosegretario circa l'intervento da parte del Governo, allora tanto vale dire che in tutti i paesi del mondo le OPA esistono ma sono strumenti molto raffinati usati solo in mercati già regolamentati. I colleghi devono capire che il *financial service act* inglese è di 300 pagine: su una regolamentazione di questo genere si possono poi fare le OPA, ma quando da noi non esiste nulla di tutto ciò è difficile prendere modelli da altri paesi.

Pertanto, per l'incertezza della definizione di investitore istituzionale – che è una prassi della Consob dai confini incerti – e soprattutto per il fatto che non essendoci l'obbligo delle concentrazioni i pacchetti azionari possono essere scambiati (ed abbiamo visto che alcuni fondi comuni di investimento si sono prestati ad operazioni di trasferimento di pacchetto non da investitori istituzionali), a mio avviso ritenere che un'offerta a questi soggetti non costituisce offerta pubblica di acquisto mi lascia perplesso, ed in questo senso insisterei sulla proposta di sopprimere quella dizione.

Per quanto concerne il resto, ho un problema di comprensione: non so cosa siano le azioni «rivenienti», ho il sospetto che si tratti di una brutta traduzione dall'inglese o dal francese.

ROSSI. Si tratta di azioni da aumento di capitale.

PRESIDENTE. La proposta, quindi, sarebbe di approvare l'emendamento del Governo, sopprimendo le parole: «o ad investitori istituzionali» e sostituendo la parola: «rivenienti» con l'altra: «provenienti».

BEORCHIA. Non si tratta della stessa cosa, signor Presidente, perchè le azioni rivenienti sono, a mio avviso, le azioni non optate che residuano e sono ridate in opzione.

ROSSI. Se non sono optate, non vengono mai date in opzione; se non sono optate, o vengono rivendute in cinque sedute di borsa o vengono collocate dagli amministratori. La parola: «rivenienti» può essere eliminata essendo sufficienti le altre: «da aumento del capitale».

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*: La parola «rivenienti» si può quindi togliere senza che ciò comporti nessun problema.

COLOMBO, *relatore alla Commissione*. Sono favorevole al subemendamento all'emendamento governativo tendente a sopprimere le parole: «o ad investitori istituzionali» e l'altra: «rivenienti». Rimane poi aperta la proposta del collega Ruffino se estendere la norma anche ai dipendenti delle società controllate. A mio avviso, c'è pericolo di confusione e pertanto pregherei il collega Ruffino di accettare la dizione del Governo.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Mi dichiaro favorevole alla proposta illustrata dal relatore.

VISENTINI. A mio avviso, signor Presidente, si deve intervenire solo sul termine: «rivenienti» perchè lo scopo è di escludere quelle che vengono date in opzione ai soci e che non sono offerte pubbliche; proporrei di sostituire tale termine.

PRESIDENTE. Si potrebbe allora sostituire la parola: «rivenienti» con l'altra: «provenienti».

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Per me non vi sono problemi.

Vi vorrei far riflettere, invece, sulla possibilità di non escludere gli investitori istituzionali perchè, pur comprendendo le obiezioni che ho sentito esprimere, la preoccupazione principale in relazione a questo provvedimento riguarda la stessa condizione di fondo del nostro mercato mobiliare. La rigidità nei confronti degli investitori istituzionali mi sembra pericolosa; oltretutto, i fondi italiani non sono propensi ad avere in portafoglio tante aziende.

RUFFINO. Signor Presidente, se ho capito la proposta emendativa del Governo, lo spirito è questo: gli investitori istituzionali hanno una tale possibilità di accedere alle informazioni delle società che vogliono procedere alle offerte di vendita di azioni da poter tranquillamente impedire...

PRESIDENTE. Senatore Ruffino, l'obiezione fatta da altri colleghi è questa: quando non abbiamo categorie definite, può capitare che un gruppo che possiede anche una compagnia di assicurazioni sia un investitore istituzionale e attraverso quella collochi delle azioni. Questo non è giusto.

COLOMBO, *relatore alla Commissione*. Davanti alla impossibilità di definire con precisione il soggetto, evidentemente vale la pena di toglierlo.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Mi si dice che c'è una prassi consolidata nel definire quali sono gli investitori istituzionali e mi sembra che ad essi si faccia riferimento nei regolamenti della Consob; questo me lo ha confermato un esperto della Consob stessa.

PRESIDENTE. La proposta, tuttavia, è di sopprimere le parole: «o ad investitori istituzionali» e di sostituire la parola: «rivenienti» con l'altra: «provenienti».

COLOMBO, *relatore alla Commissione*. Sono d'accordo con tale proposta.

PRESIDENTE. Poichè nessun altro domanda di parlare, metto ai voti l'emendamento aggiuntivo di un comma 1-*bis*, presentato dal Governo, il cui testo, con l'accoglimento del subemendamento testè illustrato, è del seguente tenore:

«1-*bis*. Non costituiscono pubbliche offerte di vendita o di sottoscrizione quelle rivolte esclusivamente ai dirigenti o ai dipendenti della società emittente, ovvero le offerte in opzione ai soci di azioni provenienti da aumento del capitale».

È approvato.

Metto ai voti l'articolo 1 che, nel testo emendato, risulta così formulato:

Art. 1.

1. Coloro che intendono procedere alla vendita o alla offerta in sottoscrizione di azioni o di obbligazioni, anche convertibili, in seguito denominate «titoli», mediante offerta al pubblico ai sensi dell'articolo 18 del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, come convertito dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modifiche e integrazioni, devono osservare le norme contenute nel Capo I della presente legge.

2. Non costituiscono pubbliche offerte di vendita o di sottoscrizione quelle rivolte esclusivamente ai dirigenti o ai dipendenti della società

emittente, ovvero le offerte in opzione ai soci di azioni provenienti da aumento del capitale.

È approvato.

Do lettura dell'articolo 2:

Art. 2.

1. L'offerta al pubblico può avere per oggetto titoli già emessi (offerta pubblica di vendita), ovvero di nuova emissione (offerta pubblica di sottoscrizione).

2. L'offerta al pubblico, di vendita o di sottoscrizione, può essere lanciata:

- a) direttamente;
- b) per il tramite di consorzi di collocamento di qualsiasi tipo;
- c) in borsa o al mercato ristretto per il tramite di agenti di cambio, limitatamente ai casi previsti alle lettere a) e c) di cui al comma 3.

3. I titoli oggetto dell'offerta possono essere:

- a) titoli quotati in borsa o negoziati al mercato ristretto;
- b) titoli non quotati in borsa nè negoziati al mercato ristretto;
- c) titoli per i quali è avviata la procedura di richiesta di ammissione alla quotazione di borsa o alle negoziazioni del mercato ristretto.

A questo articolo sono stati presentati alcuni emendamenti.

L'emendamento 2.2 è del Governo e tende a sopprimere i commi 2 e 3.

L'emendamento 2.1 è dei senatori Cavazzuti e Rossi e tende a sostituire, al comma 3, la lettera c) con la seguente:

«c) titoli quotati in borsa o al mercato ristretto ma non ancora ammessi alla contrattazione».

L'emendamento 2.3 è dei senatori Garofalo, Bertoldi, Brina, Cannata, Pollini e Vitale e tende a sostituire, al comma 3, la lettera c) con la seguente:

«c) titoli per i quali è stata definita la procedura di quotazione in borsa, ma non ancora ammessi alla contrattazione».

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Signor Presidente, per quanto riguarda l'emendamento 2.2 presentato dal Governo, la tipizzazione che qui viene fatta dei possibili modi di lancio di un'offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione comporterebbe l'esclusione di nuove categorie di intermediari che potrebbero anche essere abilitate, nell'immediato futuro, alla negoziazione di valori mobiliari; pensiamo anche alle SIM che stiamo discutendo in questa sede. Di fatto, peraltro, già risulta esclusa la possibilità di lancio per il tramite di singole istituzioni finanziarie o società.

Il comma 3 ci sembra inutile perchè esaurisce tutte le categorie dei titoli mobiliari. La formula di cui alla lettera c) appare equivoca, perchè non definisce le ipotesi che possono far ritenere avviata la procedura di ammissione alla votazione.

I due commi non paiono necessari e allo stesso tempo potrebbero generare i problemi che ho evidenziato.

CAVAZZUTI. Concordo con l'osservazione formulata dal rappresentante del Governo: la lettera *c*) non identifica la fase e quindi avevamo cercato di supplire indicando un'espressione tecnicamente più corretta di tale lettera, ovvero: «*c*) titoli quotati in borsa o al mercato ristretto ma non ancora ammessi alla contrattazione». La soppressione dell'intero comma mi pare tuttavia più opportuna e pertanto ritiro l'emendamento 2.1.

PRESIDENTE. Poichè nessun altro domanda di parlare, metto ai voti l'emendamento 2.2, soppressivo dei commi 2 e 3, presentato dal Governo.

È approvato.

A seguito della precedente votazione, sono preclusi gli altri emendamenti presentati all'articolo 2.

Metto ai voti l'articolo 2 che, nel testo emendato, risulta così formulato:

Art. 2.

1. L'offerta al pubblico può avere per oggetto titoli già emessi (offerta pubblica di vendita), ovvero di nuova emissione (offerta pubblica di sottoscrizione).

È approvato.

Do lettura dell'articolo 3:

Art. 3.

1. Il prezzo unitario dei titoli non è modificabile nel corso dell'offerta.

2. Il prezzo unitario dei titoli offerti direttamente o per il tramite di consorzi di collocamento di qualsiasi tipo è unico e non è modificabile nel corso dell'offerta.

3. Nel caso di offerta in borsa o al mercato ristretto il prezzo minimo e l'eventuale prezzo massimo d'asta non possono essere modificati.

4. Il prezzo unitario di vendita non può essere inferiore del 10 per cento, per i titoli di cui alla lettera *a*) del comma 3 dell'articolo 2 rispetto alla media dei prezzi di compenso delle ultime sei liquidazioni antecedenti la comunicazione preventiva alla Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob) di cui all'articolo 18 del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, come convertito dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modifiche e integrazioni, o rispetto alla media delle quotazioni dei sei mesi precedenti nel caso di titoli quotati al mercato ristretto; per i titoli di cui alle lettere *b*) e *c*) del comma 3 dell'articolo 3 rispetto al valore risultante dal certificato peritale rilasciato dal Comitato direttivo degli agenti di cambio della borsa valori o dal Comitato del mercato ristretto territorialmente competente.

A questo articolo sono stati presentati alcuni emendamenti.

L'emendamento 3.2 è del Governo e tende a sopprimere il comma 1.

Il secondo, analogo al primo, è dei senatori Garofalo, Bertoldi, Brina, Cannata, Pollini e Vitale e tende a sopprimere il comma 1.

L'emendamento 3.1 è dei senatori Cavazzuti e Rossi e tende a sopprimere il comma 4.

L'emendamento 3.3 è del Governo e, analogamente al precedente, tende a sopprimere il comma 4.

L'ultimo è dei senatori Garofalo, Bertoldi, Brina, Cannata, Pollini e Vitale e tende ugualmente a sopprimere il comma 4.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Il primo comma dell'articolo mi sembra superfluo, poichè la materia è regolata dal secondo e dal terzo comma.

Propongo, inoltre, la soppressione del quarto comma perchè il vincolo del 10 per cento pare privo di fondamento logico ed economico per i titoli non quotati in borsa e, viceversa, sembra eccessivo per i titoli quotati. Sarebbe pertanto più opportuno rinviare la determinazione del prezzo di offerta alla legge di mercato e quindi sopprimere sia il primo che il quarto comma.

ROSSI. L'emendamento 3.1, presentato dal senatore Cavazzuti e da me, soppressivo del quarto comma, è analogo all'emendamento del Governo. Il quarto comma era nato con l'intenzione di non porre alcun limite, ma può prestarsi a manipolazioni: potrebbe infatti verificarsi un'offerta di azioni a prezzo svilito. Sono anche d'accordo sulla proposta di soppressione del comma 1.

COLOMBO, *relatore alla Commissione*. Sono favorevole agli emendamenti presentati dal Governo.

PRESIDENTE. Poichè nessun altro domanda di parlare, metto ai voti l'emendamento 3.2 del Governo - di identico contenuto è il primo emendamento dei senatori comunisti - tendente a sopprimere il primo comma.

È approvato.

Metto ai voti l'emendamento 3.3 del Governo, identico all'emendamento 3.1 dei senatori Cavazzuti e Rossi e al secondo emendamento dei senatori comunisti, tendente a sopprimere il comma 4.

È approvato.

Metto ai voti l'articolo 3 che, nel testo emendato, risulta così formulato.

Art. 3.

1. Il prezzo unitario dei titoli offerti direttamente o per il tramite di consorzi di collocamento di qualsiasi tipo è unico e non è modificabile nel corso dell'offerta.

2. Nel caso di offerta in borsa o al mercato ristretto il prezzo minimo e l'eventuale prezzo massimo d'asta non possono essere modificati.

È approvato.

Do lettura dell'articolo 4:

Art. 4.

1. L'offerente, al momento della comunicazione alla Consob dell'intenzione di procedere all'offerta di vendita, deve essere titolare e avere la piena disponibilità delle azioni o delle obbligazioni. I titoli oggetto dell'offerta di vendita dovranno essere depositati per tutta la durata della stessa presso la Monte Titoli S.p.A., o una azienda o istituto di credito, o un agente di cambio.

2. Nell'offerta di sottoscrizione, i titoli saranno emessi nei tagli richiesti solo dopo l'avvenuta sottoscrizione e il deposito potrà essere effettuato nella forma di un unico certificato provvisorio.

3. I titoli dovranno essere consegnati all'acquirente o al sottoscrittore al più presto e comunque entro il termine perentorio di trenta giorni dalla chiusura dell'offerta.

4. Nei casi di cui alle lettere a) e c) del comma 3 dell'articolo 2, le scadenze tecniche dell'offerta devono essere concordate, in relazione al calendario di borsa, con il Comitato direttivo degli agenti di cambio della borsa valori o con il Comitato del mercato ristretto dove i titoli oggetto dell'offerta sono o saranno quotati.

5. La chiusura anticipata dell'offerta non è consentita.

A questo articolo sono stati presentati alcuni emendamenti.

Il primo è del senatore Visentini e tende a sopprimere il comma 2.

Il secondo è dei senatori Garofalo, Bertoldi, Brina, Cannata, Pollini e Vitale e tende a sostituire il comma 3 con i seguenti:

«I titoli dovranno essere resi disponibili per l'acquirente o per il sottoscrittore al più presto e, comunque, entro 30 giorni dalla data di chiusura dell'offerta, secondo le modalità stabilite dalla Consob.

La violazione del presente comma attribuisce all'acquirente o al sottoscrittore il diritto di recedere dal contratto».

Gli emendamenti 4.2, 4.3 e 4.4 sono del Governo e sono i seguenti:

Al comma 3, sostituire le parole: «consegnati all'acquirente o al» con le altre: «messi a disposizione dell'acquirente o del».

4.2

Sostituire il comma 4 con il seguente:

«4. Nei casi di offerta in borsa o nel mercato ristretto, le scadenze tecniche dell'offerta sono stabilite dalla Consob, sentito il Comitato direttivo degli agenti di cambio delle borse valori o il Comitato del mercato ristretto dove i titoli vengono offerti».

4.3

Al comma 5, aggiungere, in fine, le seguenti parole: «prima che siano decorsi almeno cinque giorni».

4.4

L'emendamento 4.1 è dei senatori Cavazzuti e Rossi e tende a sostituire il comma 3 con il seguente:

«3. I titoli dovranno essere messi a disposizione dell'acquirente o del sottoscrittore al più presto e comunque entro il termine perentorio di trenta giorni dalla chiusura dell'offerta, secondo le modalità stabilite, anche in via generale, dalla Consob. La violazione delle disposizioni di cui al presente comma attribuisce agli acquirenti od ai sottoscrittori il diritto di recedere dal contratto secondo le modalità previste in via generale dalla Consob».

4.1

VISENTINI. Il secondo comma dell'articolo 4 stabilisce che i titoli saranno emessi nei tagli richiesti soltanto dopo l'avvenuta sottoscrizione, e ciò è ovvio, ma si prevede anche che il deposito potrà essere effettuato nella forma di un unico certificato provvisorio, cioè di un certificato di un titolo comprendente tutti i titoli, per cui il congegno di cui si prevede l'attuazione è che al momento dell'offerta venga operato il deposito di un titolo globale e poi si proceda al frazionamento dello stesso titolo a seconda delle sottoscrizioni.

Il titolo globale, tuttavia, non può essere emesso finchè le azioni non sono sottoscritte, e questo è un principio sancito dal nostro codice civile: non si possono emettere certificati fino a quando il capitale non è stato sottoscritto in sede di aumento di capitale, e quindi non si possono emettere titoli prima della sottoscrizione.

Con il mio emendamento propongo pertanto la soppressione del secondo comma.

CAVAZZUTI. L'emendamento 4.1 trova la sua origine nel fatto che da quando c'è la «Montetitoli» è quanto meno improprio parlare di consegna di titoli.

La seconda osservazione è che esiste un certo disordine nella consegna e nella comunicazione della disponibilità di questi titoli, e pertanto con l'emendamento si propone che la Consob definisca le modalità al riguardo in via generale e che, qualora ai sottoscrittori non vengano resi disponibili i titoli, essi abbiano il diritto di recedere dal contratto secondo le modalità definite, in via generale, dalla Consob.

Mi si dice che la Consob riceve molte lettere di protesta da risparmiatori che si lamentano di non avere comunicazioni circa la disponibilità dei titoli. Con questo emendamento, oltre a correggere una imprecisione, si introduce la possibilità di recedere dal contratto da parte dei sottoscrittori, sulla base di una normativa generale dettata dalla Consob.

GAROFALO. Le ragioni del nostro emendamento sono quelle espresse dal senatore Cavazzuti. Nella formulazione da noi proposta manca la dizione: «in via generale», ma la sostanza è la stessa.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. L'emendamento 4.2 si pone sulla stessa linea delle proposte di parte comunista e della Sinistra

indipendente, in quanto tiene conto della consegna materiale dei titoli, anche in considerazione dell'impossibilità di consegnare i titoli stessi all'acquirente e al sottoscrittore in trenta giorni. Mi pare invece più giusto il rinvio alla Consob per regolare questo aspetto; occorre tener conto che gli adempimenti dipendono da una molteplicità di circostanze esterne.

Per quanto riguarda l'emendamento 4.3, vengono qui attribuiti nuovi poteri al Comitato direttivo degli agenti di cambio delle borse valori e al Comitato del mercato ristretto dove i titoli vengono offerti, comitati che però interferiscono con le competenze proprie della Consob.

Infine, per quanto riguarda l'emendamento 4.4, ci sembra che l'impossibilità di chiudere anticipatamente l'offerta quando siano intervenute accettazioni per il quantitativo di titoli offerti possa comportare problemi di eccessiva ripartizione dei titoli stessi.

RUFFINO. Sono sostanzialmente favorevole all'emendamento presentato dal senatore Visentini. Per quanto riguarda il comma 3 dell'articolo 4, mi pare più corretta l'impostazione del Governo, secondo cui è più opportuno parlare di titoli «messi a disposizione» piuttosto che «consegnati all'acquirente». Ricordo che la proposta di stabilire il termine perentorio di trenta giorni dalla chiusura dell'offerta per la consegna dei titoli era stata avanzata, sotto il profilo formale, perchè il testo del disegno di legge prevedeva un termine che comunque non poteva essere superiore ai trenta giorni. Era sembrato giuridicamente corretto porre un termine perentorio. Si è in linea con la proposta dei colleghi comunisti e dei senatori Cavazzuti e Rossi nello stabilire una qualche penalità nell'ipotesi in cui i titoli non vengano consegnati nel termine perentorio di trenta giorni.

Tuttavia mi domando: può accadere in ipotesi che i titoli non possano essere consegnati entro trenta giorni senza colpa dell'offerente? Se così è, il diritto di recesso da parte dell'acquirente non appare forse eccessivo?

VISENTINI. La precisazione contenuta nell'emendamento 4.2 del Governo coincide con l'osservazione del collega Cavazzuti. Per quanto riguarda l'emendamento 4.1, va detto che i ritardi nelle consegne dipendono spesso dalle banche a causa della loro non sufficiente organizzazione, anche se non si tratta di un fenomeno tipico delle sole banche italiane. Le banche hanno tali difficoltà o lentezze nelle trasmissioni, che il termine di trenta giorni spesso non sarebbe sufficiente, anche senza alcuna responsabilità di chi ha fatto l'offerta.

A me pare che si imputi all'emittente qualcosa che non gli è imputabile. Egli, infatti, dal momento dell'offerta si affida ad un mandatario o ad un complesso di mandatarî costituito dalle banche e non può rispondere dell'operato di queste; così come talvolta capita a noi che facciamo trasmissioni di accrediti attraverso la banca e poi riceviamo le telefonate di coloro che dovrebbero aver ottenuto l'accredito e che invece si lamentano di non aver ancora ricevuto niente.

Dal punto di vista testuale, forse il termine «perentorio» risulta eccessivo perchè la conseguenza sarebbe quella del diritto di recedere dal contratto. La mia proposta è di accogliere l'emendamento 4.2 pregando i colleghi Cavazzuti e Rossi di ritirare l'emendamento 4.1. Sono d'accordo, inoltre, con gli emendamenti 4.3 e 4.4 del Governo.

ROSSI. L'emendamento 4.1 in origine voleva essere un po' punitivo nei confronti del sistema bancario, considerato il vero responsabile di tutti i ritardi che anche dall'estero vengono lamentati a proposito della trasmissione dei titoli. Certamente convengo che la sanzione indiretta del recesso sia eccessiva. Possiamo quindi accogliere l'invito rivoltoci dal senatore Visentini e accettare l'emendamento 4.2 del Governo, preso atto che questa situazione di ritardo delle banche va via via migliorando anche in Italia. Negli ultimi mesi, per ragioni di organizzazione del sistema bancario, tali inconvenienti si sono verificati con meno frequenza rispetto al passato.

Ritiriamo, pertanto, l'emendamento 4.1.

BRINA. Anche noi riteniamo il nostro emendamento di contenuto analogo a quello dell'emendamento 4.1.

COLOMBO, *relatore alla Commissione*. Dopo il ritiro dell'emendamento 4.1 e di quello dei senatori comunisti, esprimo parere favorevole su tutti gli emendamenti presentati all'articolo 4.

PRESIDENTE. Poichè nessun altro domanda di parlare, metto ai voti l'emendamento presentato dal senatore Visentini, tendente a sopprimere il comma 2.

È approvato.

Metto ai voti l'emendamento 4.2, presentato dal Governo.

È approvato.

Metto ai voti l'emendamento 4.3, presentato dal Governo.

È approvato.

Metto ai voti l'emendamento 4.4, presentato dal Governo.

È approvato.

Metto ai voti l'articolo 4 nel testo emendato. Ne do lettura, con l'avvertenza che, in ossequio alle regole per la formulazione dei testi legislativi, vengono introdotte nel primo comma le conseguenti modificazioni di carattere puramente formale:

Art. 4.

1. L'offerente, al momento della comunicazione alla Commissione nazionale per la società e la borsa (Consob) di cui all'articolo 18 del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, come convertito dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modificazioni e integrazioni, dell'intenzione di procedere all'offerta di vendita, deve essere titolare e avere la piena disponibilità delle azioni o delle obbligazioni. I titoli oggetto dell'offerta di vendita dovranno essere depositati per tutta la durata della stessa presso la Monte Titoli S.p.A., o una azienda o istituto di credito, o un agente di cambio.

2. I titoli dovranno essere messi a disposizione dell'acquirente o del sottoscrittore al più presto e comunque entro il termine perentorio di trenta giorni dalla chiusura dell'offerta.

3. Nei casi di offerta in borsa o nel mercato ristretto, le scadenze tecniche dell'offerta sono stabilite dalla Consob, sentito il Comitato direttivo degli agenti di cambio delle borse valori o il Comitato del mercato ristretto dove i titoli vengono offerti.

4. La chiusura anticipata dell'offerta non è consentita prima che siano decorsi almeno cinque giorni.

Do lettura dell'articolo 5:

Art. 5.

1. Se al termine di scadenza le accettazioni sono inferiori al quantitativo offerto, l'offerta non decade, salvo che l'offerente si sia riservato nell'avviso la facoltà, nei cinque giorni non festivi decorrenti dalla scadenza, di ritirare l'offerta.

2. Il periodo di offerta non può essere prolungato.

3. La riserva di cui al comma 1 non è ammessa nel caso previsto dalla lettera c) del comma 3 dell'articolo 2.

4. Se le accettazioni sono superiori al quantitativo offerto, esse saranno soddisfatte in base a riparto proporzionale, secondo i criteri preventivamente concordati con la Consob.

5. Resta in ogni caso esclusa qualsiasi assegnazione a fermo.

A questo articolo sono stati presentati i seguenti emendamenti:

Al comma 2, sopprimere la parola: «non».

5.3

IL GOVERNO

Sopprimere il comma 3.

5.4

IL GOVERNO

Al comma 4, sopprimere le parole: «secondo i criteri preventivamente concordati con la Consob».

5.5

IL GOVERNO

Sopprimere il comma 5.

5.2

CAVAZZUTI, ROSSI

Sopprimere il comma 5.

GAROFALO, BERTOLDI, BRINA, CANNATA, POLLINI, VITALE

Al comma 5, sopprimere, le parole: «in ogni caso» e aggiungere, in fine, le parole: «, fatte salve le assegnazioni privilegiate a dipendenti ed investitori istituzionali».

5.6

IL GOVERNO

Al comma 5, sostituire le parole: «a fermo» con l'altra: «predeterminata».

5.1

BERLANDA, TRIGLIA, BEORCHIA, LEONARDI

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. La proposta di sopprimere la parola: «non» al secondo comma consente l'opportuno prolungamento del periodo di offerta, per esempio nel caso di offerta preordinata alla precostituzione del flottante necessario per accedere alla quotazione.

La proposta di sopprimere il comma 3 deriva dal fatto che non è chiara la *ratio* di una diversa regolamentazione. Esso, infatti, si riferisce alla categoria di offerta nella quale più evidentemente ricorre il motivo giustificatore della riserva di ritiro, essendo per lo più preordinata al conseguimento della percentuale di diffusione nel pubblico necessaria per ottenere l'ammissione a quotazione. La scarsità delle accettazioni pervenute rispetto a quelle preventivate, impedendo di realizzare tale condizione, comporta il venir meno della ragion d'essere dell'operazione.

La proposta, poi, di sopprimere al comma 4 la frase: «secondo i criteri preventivamente concordati con la Consob» e di sopprimere al comma 5 le parole: «in ogni caso» aggiungendo la frase: «, fatte salve le assegnazioni privilegiate a dipendenti ed investitori istituzionali» deriva dal fatto che il divieto di offerte tramite consorzi di collocamento che assumono «a fermo» i titoli da collocare comporterebbe, in pratica, l'impossibilità di collocamenti presso investitori istituzionali, in contrasto, inoltre, con l'articolo 2, lettera b), che prevede il lancio di offerte «per il tramite di consorzi di collocamento di qualsiasi tipo».

COLOMBO, *relatore alla Commissione*. Anche in questo caso bisogna sopprimere le parole: «investitori istituzionali».

CAVAZZUTI. A noi pareva che l'espressione «a fermo» fosse tipica dei produttori di grana padano.

Per quanto concerne, poi, l'emendamento 5.2 da noi presentato, si illustra da sè.

PRESIDENTE. Il termine «a fermo» è usato nelle borse italiana ed estere. L'espressione significa, appunto, che sono esclusi pattuizioni o collocamenti diversi da quelli annunciati mediante l'offerta pubblica.

VISENTINI. Io direi che il termine «a fermo» va bene perchè nel gergo della borsa è più chiaro.

Personalmente sono d'accordo sugli emendamenti 5.3, 5.4 e 5.5 del Governo. Sono inoltre favorevole all'accoglimento dell'emendamento 5.6, sempre del Governo, che preferirei alla soppressione dell'articolo, anche se ritengo che l'espressione: «assegnazioni privilegiate» potrebbe determinare

alcuni equivoci. Qualcuno, infatti, potrebbe, pensare che devono essere le azioni ad avere qualche privilegio.

CAVAZZUTI. Ritiriamo l'emendamento 5.2.

BRINA. Anche noi ritiriamo il nostro emendamento, dall'identico contenuto.

PRESIDENTE. Come è già stato rilevato, anche in questo caso bisogna sopprimere l'espressione: «investitori istituzionali».

COLOMBO, *relatore alla Commissione*. Sono favorevole agli emendamenti 5.3, 5.4 e 5.5 del Governo. Per quanto riguarda l'emendamento 5.6, vanno soppresse le parole: «privilegiate» e: «investitori istituzionali».

PRESIDENTE. Poichè nessun altro domanda di parlare, metto ai voti l'emendamento 5.3, presentato dal Governo.

È approvato.

Metto ai voti l'emendamento 5.4, presentato dal Governo.

È approvato.

Metto ai voti l'emendamento 5.5, presentato dal Governo.

È approvato.

L'emendamento 5.2, presentato dai senatori Cavazzuti e Rossi, è stato ritirato, così come è stato ritirato l'emendamento presentato dai senatori comunisti di analogo contenuto.

Annuncio che anche l'emendamento 5.1, presentato dai senatori Triglia, Beorchia, Leonardi e da me, viene ritirato.

Metto ai voti l'emendamento 5.6, presentato dal Governo, modificato nel senso di sopprimere le parole: «privilegiate» e: «investitori istituzionali».

È approvato.

Passiamo ora alla votazione dell'articolo 5.

RUFFINO. Signor Presidente, io mi asterrò dalla votazione di questo articolo, perchè ritengo che, nell'ipotesi in cui le accettazioni siano superiori al quantitativo offerto, il riparto proporzionale debba essere stabilito secondo criteri che in via generale la Consob dovrebbe predeterminare. Non comprendo il motivo per cui non si sia data questa garanzia di carattere generale e non si sia voluto prevedere un intervento della Consob nel caso di riparto proporzionale dell'offerta pubblica, nell'ipotesi in cui le richieste siano state di gran lunga superiori al quantitativo offerto. A mio avviso si lascia eccessiva discrezionalità sotto questo profilo nel riparto proporzionale dei titoli.

PRESIDENTE. Ma la proporzionalità è un concetto preciso.

RUFFINO. Non sono convinto, signor Presidente, per cui confermo il mio voto di astensione.

PRESIDENTE. Poichè nessun altro domanda di parlare per dichiarazione di voto, metto ai voti l'articolo 5 che, nel testo emendato, risulta così formulato:

Art. 5.

1. Se al termine di scadenza le accettazioni sono inferiori al quantitativo offerto, l'offerta non decade, salvo che l'offerente si sia riservato nell'avviso la facoltà, nei cinque giorni non festivi decorrenti dalla scadenza, di ritirare l'offerta.

2. Il periodo di offerta può essere prolungato.

3. Se le accettazioni sono superiori al quantitativo offerto, esse saranno soddisfatte in base a riparto proporzionale.

4. Resta esclusa qualsiasi assegnazione a fermo, fatte salve le assegnazioni a dipendenti.

È approvato.

Do lettura dell'articolo 6:

Art. 6.

1. La Consob si pronunzia entro venti giorni non festivi dalla data di ricevimento della comunicazione di cui all'articolo 18 del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, come convertito dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modifiche e integrazioni.

2. La Consob può, nello stesso termine, richiedere all'offerente ogni altra documentazione che ritenga necessaria per un giudizio sull'operazione.

3. Il termine di cui al comma 1 decorre in tal caso dal ricevimento della documentazione supplementare richiesta.

4. La mancata pronuncia entro il termine previsto equivale a rifiuto di autorizzazione dell'offerta.

5. Una volta resa pubblica l'offerta, i documenti depositati dall'offerente presso la Consob sono in pubblica visione e l'offerta diventa irrevocabile ai sensi e per gli effetti delle norme previste dal Capo I della presente legge.

A questo articolo sono stati presentati alcuni emendamenti.

L'emendamento 6.2 è del Governo e tende a sostituire l'intero articolo con il seguente:

Art. 6.

«1. Per quanto non diversamente previsto nella presente legge, si applicano le disposizioni di cui all'articolo 18 del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, come convertito dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modifiche e integrazioni».

L'emendamento 6.1 è dei senatori Cavazzuti e Rossi e tende a sostituire i commi 1, 2, 3 e 4 con il seguente:

«1. Per l'attuazione delle norme del presente Capo, e fermo restando quanto previsto dagli articoli 18 e seguenti del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, come convertito dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modifiche ed integrazioni, entro tre mesi dall'entrata in vigore della presente legge la Consob delibera un apposito regolamento riguardante il procedimento di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione».

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Per quanto riguarda l'emendamento 6.2, proponiamo di svincolare, in pratica, il sistema delle offerte pubbliche dal regime autorizzatorio e di rinviare così alla disciplina dell'articolo 18 della legge n. 216 del 1974, che comporta il solo potere della Consob di dettare disposizioni, anche caso per caso, sul contenuto del prospetto informativo e sul modo di pubblicazione dello stesso.

ROSSI. L'emendamento 6.1 intende sostituire quasi integralmente l'articolo 6. Eravamo preoccupati in modo particolare del comma quarto, concernente il silenzio-rifiuto; esso risulta essere un invito all'impigritimento dell'Amministrazione pubblica se rimanda a quanto previsto dall'articolo 18 della citata legge n. 216. La differenza tra il nostro emendamento e l'emendamento 6.2 del Governo è minima: noi proponiamo che entro tre mesi dall'entrata in vigore della legge la Consob deliberi un apposito regolamento. Ora su questa circostanza noi insistiamo perchè questa delle offerte pubbliche di vendita è una materia estremamente spigolosa. È indispensabile, quindi, che la Consob intervenga una volta per tutte. In realtà, oltre che con la legge, nei paesi dove esiste un organo di vigilanza del mercato, questo è intervenuto con dei regolamenti *ad hoc*. Pertanto ci permettiamo di insistere.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Sono d'accordo con quanto testè dichiarato dal senatore Rossi; ritiro pertanto l'emendamento 6.2 ed accolgo l'emendamento 6.1 dei senatori Rossi e Cavazzuti.

COLOMBO, *relatore alla Commissione*. Anche io esprimo parere favorevole sull'emendamento 6.1.

RUFFINO. Signor Presidente, io pregherei i senatori Rossi e Cavazzuti di sopprimere le parole: «Per l'attuazione delle norme del presente Capo» fino alla parola: «e». Infatti, diversamente, questa legge entrerà in vigore il giorno dopo la sua pubblicazione nella *Gazzetta Ufficiale*; se noi diciamo: «Per l'attuazione delle norme del presente Capo», dobbiamo subordinare l'applicazione della legge al regolamento che la Consob deve fare. Io prevederei una formula diversa, come ad esempio: «Fermo restando quanto previsto dall'articolo ..., entro tre mesi la Consob delibera un apposito regolamento riguardante il procedimento di offerta pubblica ...».

COLOMBO, *relatore alla Commissione*. Concordo con il senatore Ruffino che si debba studiare una formula diversa.

VISENTINI. Il testo al quale abbiamo aderito mi sembra abbia un senso molto preciso per l'attuazione delle norme di cui al presente Capo.

L'incarico che viene dato alla Consob non è quello di fare un qualsiasi regolamento che riguardi i procedimenti di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione, ma quello di fare un regolamento riguardante il procedimento di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione necessario per l'attuazione del presente Capo. Quindi pregherei il collega di non insistere nel suo rilievo, proprio perchè il compito che è affidato alla Consob - che è già molto ampio - deve essere limitato all'attuazione delle norme del presente Capo e non indicato in modo generico.

RUFFINO. A mio avviso il presente Capo è attuato nel momento in cui diventa legge, indipendentemente dal regolamento della Consob.

VISENTINI. Ma anche se aspettano tre mesi ...

RUFFINO. Non è il problema di aspettare tre mesi. Cosa diamo alla Consob? Una delega che possa essere in qualche misura comparata legislativamente alla delega al Governo per fare un apposito regolamento? A mio avviso, tutti gli articoli che abbiamo approvato fino ad ora sono attuabili immediatamente. Comprendo la proposta dei colleghi Cavazzuti e Rossi, alla quale aderisco; è una proposta di carattere procedimentale che tende a regolare alcune norme che non sono regolate, ma non per l'attuazione del presente Capo, perchè molte norme procedurali le abbiamo già regolate, abbiamo stabilito i giorni, i termini. Quindi, mi sembra di dare alla Consob una delega non per attuare le norme del presente Capo, che sono già attuabili, sono già legge. Ora, sono aperto su questa proposta, ma vorrei fare una riflessione su tale aspetto.

CAVAZZUTI. Vi è una zona d'ombra perchè le offerte pubbliche e i principi generali sono già contenuti nella legge n. 216 del 1974; qui diamo ulteriori specificazioni, ma la nostra preoccupazione è quella di non fissare per legge una materia che richiederà notevoli ...

RUFFINO. Senatore Cavazzuti, sono d'accordo ma è proprio questo che mi conforta nella mia tesi: non diamo una delega per l'attuazione delle norme del presente Capo perchè il regolamento non può attuare norme legislative che sono già leggi vincolanti per tutti.

CANNATA. Ritengo che abbia ragione il collega Ruffino e credo che, riflettendoci bene, non si possa rinviare tutto all'attuazione del presente Capo, altrimenti si può verificare che già in sede di applicazione bisogna cominciare con le interpretazioni. Siccome credo che lo spirito dell'emendamento dei senatori Rossi e Cavazzuti sia quello di regolamentare le parti che vanno regolamentate - è cioè un'interpretazione positiva - è bene specificare che non basta soltanto il termine «Capo».

ROSSI. Capisco molto bene le preoccupazioni dei senatori Ruffino e Cannata, che condivido; mi chiedo se, invece di parlare di attuazione delle norme - formula che può dare origine a questo equivoco - non si possa introdurre la dizione: «Ad integrazione delle norme del presente Capo».

RUFFINO. Proporrei di ritornare alla formulazione dell'emendamento 6.2 del Governo, integrandola con la seconda parte dell'emendamento 6.1 dei senatori Cavazzuti e Rossi che dice: «Entro tre mesi dall'entrata in vigore della presente legge la Consob delibera un apposito regolamento riguardante il procedimento di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione».

ROSSI. Sono d'accordo.

PIZZOL. Mi sembra più coerente il testo base che prevede una pronuncia autorizzativa della Consob. L'emendamento del Governo mi pare scoordinato.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Questa è una scelta tra un regime autorizzatorio e un rinvio alla disciplina dell'articolo 18 della legge n. 216 del 1974 che affida invece alla Consob il potere di dettare disposizioni sul contenuto del prospetto informativo e sulla pubblicazione.

Abbiamo dichiarato che non siamo favorevoli a concedere alla Consob questo potere autorizzatorio.

CAVAZZUTI. Anche noi siamo contrari ad un regime autorizzatorio.

VISENTINI. Sono d'accordo sia con l'emendamento del Governo, sia con quanto propongono i senatori Cavazzuti e Rossi: i due emendamenti concordano nella prima parte e nell'esclusione di un regime autorizzatorio che in questa materia non deve esserci perchè altrimenti impediremmo le offerte.

Il regime deve essere quello previsto dalla legge n. 216 del 1974 con tutto ciò che essa stabilisce sui compiti della Consob circa le osservazioni, i rilievi ed i richiami. Giustamente, quindi, l'emendamento del Governo e quello dei senatori Cavazzuti e Rossi adottano una formula coincidente. Inoltre, quest'ultimo emendamento aggiunge qualcosa alla proposta governativa, attribuisce cioè alla Consob il compito di stabilire un apposito regolamento integrativo delle disposizioni, e anche su questa proposta ci si era trovati d'accordo. Il dubbio, per la verità molto formalistico, del senatore Ruffino concerne la frase: «attuazione delle norme del presente Capo».

Cioè il dubbio che può nascere è che la normativa prevista dal disegno di legge al nostro esame possa essere considerata, per quanto attiene alla sua entrata in vigore, subordinata al regolamento della Consob. Affinchè il compito attribuito alla Consob non debordi dalla disciplina del disegno di legge, la soluzione potrebbe essere, ferma restando la concordia sull'opportunità di sopprimere l'ipotetico regime autorizzatorio, quella di aggiungere al testo dell'emendamento governativo l'ultima parte dell'emendamento 6.1 laddove si dice: «Entro tre mesi dall'entrata in vigore della presente legge la Consob delibera un apposito regolamento riguardante il procedimento di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione».

RUFFINO. Vorrei manifestare un dubbio. La Consob, in virtù di una legge del 1974, aveva già deliberato un suo regolamento. Tale legge aveva però stabilito dei criteri ai quali la Consob doveva uniformarsi.

VISENTINI. Non in questa materia.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. La legge prevede dei poteri regolamentari della Consob per tutto ciò che non è disciplinato dalla legge stessa. Ora si vuole prevedere un regolamento più generale e più organico.

RUFFINO. Il collega Visentini ha formulato la proposta di aggiungere al testo dell'emendamento governativo l'ultima parte dell'emendamento 6.1 dei senatori Cavazzuti e Rossi. Aderisco a questa impostazione, ma manifesto un'unica perplessità. La potestà regolamentare che diamo alla Consob dovrebbe essere delimitata in modo preciso dal legislatore per non rischiare di conferire alla stessa poteri troppo ampi.

PIZZOL. Non mi sembra che si possa parlare di un regime autorizzatorio perchè nell'articolo 6 è detto che la Consob si pronunzia e lo fa secondo le norme ivi richiamate. Non capisco, quindi, la formula di apertura dell'emendamento 6.2 che si riferisce a quanto non diversamente previsto dalla legge in esame, perchè il disegno di legge offre alla Consob le necessarie informazioni e questa, proprio ai sensi delle norme richiamate, deve poi pronunziarsi. Non è stato introdotto un regime autorizzatorio; si è soltanto indicata una scadenza per le decisioni della Consob.

CAVAZZUTI. Il comma 1 dell'articolo 6 va visto in collegamento con il successivo comma 4. Quello che consideriamo inaccettabile è che la mancata pronunzia richiamata al comma 1 equivalga al rifiuto di autorizzazione dell'offerta.

COLOMBO, *relatore alla Commissione*. Nella speranza che tutti i colleghi vogliano aderire ad una linea unitaria di mediazione, la proposta di integrare l'emendamento 6.2 con l'aggiunta della seconda parte dell'emendamento 6.1 appare quella che riesce a recepire meglio le considerazioni fin qui emerse.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Sono favorevole a riformulare l'emendamento 6.2 nel senso indicato dai senatori Ruffino e Visentini.

PRESIDENTE. Poichè nessun altro domanda di parlare, metto ai voti l'emendamento 6.2 del Governo sostitutivo dell'intero articolo che, nel nuovo testo proposto dal relatore, risulta così formulato:

Art. 6.

«1. Per quanto non diversamente previsto nella presente legge, si applicano le disposizioni di cui all'articolo 18 del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, come convertito dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modifiche e integrazioni. Entro tre mesi dall'entrata in vigore della presente legge la Consob delibera un apposito regolamento riguardante il procedimento di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione».

È approvato.

Do lettura dell'articolo 7:

Art. 7.

1. Se la Consob si pronunzia a favore dell'offerta, autorizza la pubblicazione di un avviso a mezzo della stampa quotidiana a larga diffusione e la distribuzione del prospetto informativo di cui all'articolo 18 del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, come convertito dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modifiche e integrazioni.

2. In esso devono risultare con chiarezza l'importo di denaro riconosciuto all'intermediario o agli intermediari a titolo di commissione o a qualsiasi altro titolo, l'eventuale esistenza di legami di gruppo tra i componenti del consorzio di collocamento, la società emittente e l'offerente, la natura dell'impegno assunto dal consorzio nei confronti di questi ultimi, i criteri di riparto.

3. La Consob delibera in via generale, entro novanta giorni dalla data di entrata in vigore della presente legge, le modalità di svolgimento dell'attività di intermediazione nell'offerta di cui alle lettere *b)* e *c)* del comma 2 dell'articolo 2 della presente legge.

4. La Consob determina altresì, in via generale e per i casi particolari, i quantitativi minimi di titoli offerti in pubblica vendita o sottoscrizione.

A questo articolo sono stati presentati alcuni emendamenti.

Il primo - il 7.2 - è del Governo e tende a sopprimere i commi 1, 2, 3.

Il secondo è dei senatori Garofalo, Bertoldi, Brina, Cannata, Pollini e Vitale e, ugualmente, tende a sopprimere i commi 1, 2 e 3.

Il terzo - il 7.1 - è dei senatori Cavazzuti e Rossi e tende a sopprimere i commi 1 e 2.

Il quarto è dei senatori Garofalo, Bertoldi, Brina, Cannata, Pollini e Vitale e tende a sopprimere, al comma 4, la parola: «altresì».

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. L'emendamento 7.2 è connesso all'emendamento 6.2 poc'anzi approvato. Nel comma 1 si fa riferimento ad un potere autorizzatorio che prescinde dal giudizio sul contenuto dell'avviso e del prospetto informativo e presuppone, invece, un giudizio di merito sull'offerta, senza che siano predeterminati criteri di giudizio. L'opportunità di sopprimere il comma 2 nasce dal fatto che esso potrebbe dar luogo a difficoltà applicative in quanto nel nostro ordinamento non è stata ancora definita la nozione di gruppo.

Per quanto riguarda il comma 3, non ci sembra opportuno attribuire alla Consob una competenza normativa che sarebbe ampia nell'oggetto e indefinita negli obiettivi.

BEORCHIA. A mio parere va soppresso anche il comma 4.

GAROFALO. La nostra parte politica propone due emendamenti all'articolo 7. Essendo stato approvato l'articolo 6 nel nuovo testo uscito dalla riformulazione dell'emendamento 6.2, è chiaro che i commi 1, 2 e 3 dell'articolo 7 non hanno più ragione di esistere. Proponiamo inoltre, al comma 4, di sopprimere la parola: «altresì» in quanto essa serve da collegamento con i commi precedenti.

ROSSI. L'emendamento 7.1 tende a sopprimere i commi 1 e 2 dell'articolo 7, ma saremmo d'accordo anche per la soppressione dei commi 3 e 4, cioè in pratica dell'intero articolo, in considerazione del testo definitivo dell'articolo 6 poc'anzi approvato.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Nel caso in cui venisse soppresso l'articolo, la specificazione relativa ai casi particolari in cui definire quantitativi minimi di titoli offerti in pubblica vendita o sottoscrizione potrebbe andare in coda all'articolo che prevede il regolamento dell'OPA.

RUFFINO. Ma noi dobbiamo decidere se fissare dei criteri per il regolamento oppure non predefinire nulla.

VISENTINI. Potremmo decidere solo su questo argomento.

RUFFINO. Ma questo è un aspetto marginale.

PRESIDENTE. Con la soppressione dell'articolo 7 la Consob non viene più delegata, come era nel testo base, a fissare criteri generali per l'offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione effettuata tramite consorzi di collocamento o agenti di cambio. In sostanza, rimandiamo tutto alla Consob.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. In effetti si tratta di materie che debbono essere trattate nel regolamento.

COLOMBO, *relatore alla Commissione*. Il relatore è favorevole alla soppressione delle disposizioni contenute nell'articolo 7. Infatti tale soppressione è conseguente alle decisioni già prese in sede di approvazione dell'articolo 6, tendenti ad affidare alla Consob gran parte dei compiti di regolamentazione e di definizione delle procedure di offerta al pubblico. Propongo, quindi, un emendamento soppressivo dell'intero articolo 7.

RUFFINO. Sopprimendo la disposizione per cui, ove la Consob non si pronunzi, l'offerta debba ritenersi non valida e quindi prevedendo che l'offerta stessa sia valida in caso di mancata risposta, dobbiamo essere consapevoli che riconosciamo alla Consob la facoltà di un parere, sia pure soltanto procedimentale, che configura un potere certamente superiore ai limiti che avevamo previsto con gli articoli 6 e 7. Desidero dire che non ho nulla in contrario che si affermi questo principio, ma dobbiamo esserne consapevoli e dobbiamo precisare che affermiamo questo principio soltanto sotto il profilo procedimentale.

PRESIDENTE. Sarei d'accordo a sopprimere il primo comma dell'articolo 7, ma ritengo che debba essere mantenuto il comma 2 che definisce i contenuti dell'avviso da pubblicare sulla stampa. Mantenendo il secondo comma la Consob può redigere il proprio regolamento, ma quei contenuti comunque restano.

Sopprimere l'intero articolo 7 significherebbe lasciare alla Consob anche la facoltà di restare inerte. La mia proposta è, quindi, di sopprimere il

primo comma, mantenendo le previsioni successive che vanno aggiunte a quelle contenute nell'articolo 18 del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95.

BEORCHIA. Signor Presidente, abbiamo approvato l'emendamento del Governo all'articolo 6 che è chiaramente precettivo nei confronti della Consob, abbiamo anche stabilito un termine entro il quale la Consob deve emanare il proprio regolamento. Approvare ora l'articolo 7 che fissa delle condizioni mi sembra del tutto fuori luogo dopo che abbiamo già scelto una strada con un voto. La mia proposta è che sia soppresso l'intero articolo 7. Se volevamo stabilire alcune linee direttive per la Consob, non avremmo dovuto approvare l'articolo 6.

RUFFINO. Condivido le osservazioni del senatore Beorchia, ma domando ai colleghi se non sia il caso di accantonare l'articolo 7. Dopo aver concesso alla Consob una potestà regolamentare, nulla vieterebbe alla Commissione di fissare alcuni criteri o principi. Tuttavia o stabiliamo delle linee generali oppure, se non riusciamo a raggiungere un'intesa in questo senso, non specifichiamo null'altro, perchè ogni specificazione potrebbe apparire marginale.

COLOMBO, *relatore alla Commissione*. A me sembra opportuno accettare la proposta del senatore Beorchia di sopprimere l'intero articolo, perchè ritengo che i contenuti del regolamento che dovrà fare la Consob sono alla stanza predeterminati e sono, appunto, quelli previsti nell'articolo 7 che intendiamo sopprimere. Approviamo quindi la soppressione di questo articolo intendendo - e questo risulterà anche dalla discussione - che è inevitabile che la Consob, dovendo procedere all'emanazione di un regolamento, disciplinerà i nodi di natura regolamentare che la legge in sé e per sé lascia aperti.

ROSSI. Vorrei fare un'osservazione, signor Presidente. Mi sembra singolare che adesso ci mettiamo a svolgere i compiti della Consob. Noi dobbiamo preparare una legge, non anche i suoi regolamenti applicativi. A questo proposito, la legge istitutiva della Consob attribuisce a tale organo la funzione di trasparenza. Se non conferiamo alcun potere di merito a questo organismo, non possiamo anche imporgli delle istruzioni sul regolamento di trasparenza. Questo è compito esclusivo della Consob; l'articolo, dunque, è tutto da sopprimere. La Consob deve, entro tre mesi, deliberare un apposito regolamento riguardante il procedimento; non deve fare nient'altro.

COLOMBO, *relatore alla Commissione*. Signor Presidente, propongo un'emendamento soppressivo dell'intero articolo 7.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Esprimo parere favorevole a tale emendamento.

PRESIDENTE. Poichè nessun altro domanda di parlare, metto ai voti l'emendamento soppressivo dell'articolo 7 testè proposto dal relatore.

È approvato.

È quindi evidentemente precluso ogni altro emendamento all'articolo 7.

Do lettura dell'articolo 8:

Art. 8.

1. L'offerente, durante l'offerta, può emettere avvisi e comunicati diversi da quello di cui all'articolo 7 solo se autorizzato dalla Consob.

2. Le accettazioni devono essere presentate nelle forme e nei modi precisati nell'avviso di cui all'articolo 7 e devono indicare tutti gli elementi necessari per quanto richiesto dalle norme di legge in vigore. Non sono ammesse accettazioni per persona da nominare.

3. Le accettazioni sono irrevocabili e non possono essere assoggettate a condizioni.

4. Nei casi previsti dalle lettere *a)* e *c)* del comma 3 dell'articolo 2, l'offerente deve comunicare i risultati dell'offerta alla Consob e al Comitato direttivo degli agenti di cambio o al Comitato del mercato ristretto e, a mezzo della stampa quotidiana a larga diffusione, al pubblico.

5. Nel caso di cui alla lettera *b)* del comma 3 dell'articolo 2, l'offerente comunica i risultati dell'offerta alla Consob e al pubblico secondo le modalità di cui al precedente comma 4.

6. La riserva di cui all'articolo 5, comma 1, nel termine ivi previsto, deve essere sciolta, previa comunicazione alla Consob, con avviso pubblico.

A questo articolo sono stati presentati alcuni emendamenti.

Il primo - l'8.3, del Governo - tende a sostituire il comma 1 con il seguente:

«1. L'offerente, durante il periodo dell'offerta, può emettere ulteriori avvisi e comunicati solo se autorizzato dalla Consob».

Il secondo emendamento - l'8.1 - è dei senatori Cavazzuti e Rossi e tende a sostituire il comma 1 con il seguente:

«1. L'offerente, durante l'offerta, può emettere avvisi e comunicati solo se autorizzato dalla Consob».

Il terzo è dei senatori Garofalo, Bertoldi, Brina, Cannata, Pollini e Vitale e tende a sostituire il comma 1 con il seguente:

«1. L'offerente, durante il periodo dell'offerta, non può emettere avvisi e comunicati senza la preventiva autorizzazione della Consob».

Il quarto - l'8.4 - è del Governo e tende a sopprimere il comma 2.

Il quinto - l'8.2 - è dei senatori Cavazzuti e Rossi e tende a sostituire, al comma 2, le parole: «nell'avviso di cui all'articolo 7» con le altre: «nella pubblicazione del prospetto».

Il sesto è dei senatori Garofalo, Bertoldi, Brina, Cannata, Pollini e Vitale e tende a sostituire, al comma 2, le parole: «nell'avviso di cui all'articolo 7» con le altre: «nella pubblicazione del prospetto».

Il settimo - l'8.5 - è del Governo e tende ad aggiungere al comma 3, in fine, il seguente periodo: «Non sono ammesse accettazioni per persona da nominare».

L'ottavo - l'8.6 - è ancora del Governo e tende a sostituire il comma 4 con il seguente:

«4. L'offerente deve comunicare i risultati dell'offerta alla Consob e, a mezzo della stampa quotidiana a larga diffusione, al pubblico nonchè, ove si tratti di titoli quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto, al Comitato direttivo degli agenti di cambio o al Comitato del mercato ristretto».

Il nono - 8.7 - è sempre del Governo e tende a sopprimere il comma 5.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Per quanto concerne l'emendamento 8.4, esso prevede la soppressione del comma 2 dell'articolo 8 e si tratta di un mero fatto di coordinamento in relazione alla soppressione dell'articolo 7.

CAVAZZUTI. Anche l'emendamento 8.2 è di analogo contenuto, riguardando il coordinamento con la soppressione dell'articolo 7. Ritiriamo comunque il nostro emendamento 8.2, per aderire alla proposta del Governo.

BRINA. Ritiriamo anche noi l'emendamento di analogo contenuto.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Anche gli emendamenti 8.6 e 8.7 sono di coordinamento.

CANDIOTO. Signor Presidente, vorrei osservare che si tratta di un principio di ordine generale il fatto che si possa fare un contratto per persona da nominare entro tre giorni, nei termini stabiliti dalla legge. C'è un motivo particolare per cui ciò non si può fare in questo caso? Quale è la *ratio* di questo divieto?

ROSSI. La *ratio* è ovvia, mi sembra, ed è quella di una maggiore trasparenza; si vuole cioè sapere chi c'è di fronte, chi è l'interlocutore. Il regime generale dei contratti non può essere applicato in un settore come questo.

CANDIOTO. Ho compreso e sono d'accordo.

RUFFINO. Apprezzo gli emendamenti presentati dal Governo che si collocano sulla linea di una maggiore chiarezza, di eliminare alcuni elementi superflui dal testo di legge.

Condivido, invece, la necessità di lasciare questa dizione, che contrasta con la norma generale dei contratti, come ha osservato giustamente il senatore Candioto, ma che consente di sapere con chiarezza chi opera e chi acquista. Si tratta di una questione di carattere generale che, proprio perchè contraria alle norme dei contratti, bisogna specificare con legge.

COLOMBO, *relatore alla Commissione*. Ritengo che l'emendamento 8.1 presentato dai senatori Cavazzuti e Rossi e gli emendamenti presentati dai senatori comunisti possano essere considerati equivalenti. Prendo atto che l'emendamento 8.2 è stato ritirato, ed esprimo parere favorevole sugli emendamenti 8.3, 8.4, 8.5, 8.6 e 8.7 presentati dal Governo.

PRESIDENTE. Poichè nessun altro domanda di parlare, passiamo alla votazione.

Metto ai voti l'emendamento 8.3 del Governo.

È approvato.

In seguito a tale votazione risulta assorbito l'emendamento 8.1 nonché l'emendamento dei senatori comunisti di pressochè identico contenuto.

Metto ai voti l'emendamento 8.4 del Governo.

È approvato.

Metto ai voti l'emendamento 8.5 del Governo.

È approvato.

Metto ai voti l'emendamento 8.6 del Governo.

È approvato.

Metto ai voti l'emendamento 8.7 del Governo.

È approvato.

Metto ai voti l'articolo 8 che, nel testo emendato, risulta così formulato:

Art. 8.

1. L'offerente, durante il periodo dell'offerta, può emettere ulteriori avvisi e comunicati solo se autorizzato dalla Consob.

2. Le accettazioni sono irrevocabili e non possono essere assoggettate a condizioni. Non sono ammesse accettazioni per persona da nominare.

3. L'offerente deve comunicare i risultati dell'offerta alla Consob e, a mezzo della stampa quotidiana a larga diffusione, al pubblico nonché, ove si tratti di titoli quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto, al Comitato direttivo degli agenti di cambio o al Comitato del mercato ristretto.

4. La riserva di cui all'articolo 5, comma 1, nel termine ivi previsto, deve essere sciolta, previa comunicazione alla Consob, con avviso pubblico.

È approvato.

Do lettura dell'articolo 9:

Art. 9.

1. Durante la pendenza dell'offerta di sottoscrizione, la società emittente non può compiere atti comunque idonei a modificare la consistenza e la composizione del proprio capitale e patrimonio. La società, i cui titoli formano oggetto dell'offerta, deve astenersi dal compiere tali atti durante l'offerta di vendita promossa da terzi.

2. Durante la pendenza dell'offerta di vendita, l'offerente deve esercitare i propri diritti sociali in modo da non modificare la consistenza e la composizione del capitale e del patrimonio della società, i cui titoli formano oggetto dell'offerta, nè stipulare o modificare accordi circa l'esercizio del proprio diritto di voto.

3. In pendenza dell'offerta, l'offerente e la società emittente devono astenersi dall'operare, sia direttamente che indirettamente, sui titoli oggetto dell'offerta o connessi alla stessa.

4. Durante l'offerta di vendita o di sottoscrizione non sono ammesse altre offerte di vendita o di sottoscrizione concorrenti.

A questo articolo sono stati presentati alcuni emendamenti.

Il primo è del senatore Visentini e tende a sopprimere la seconda parte del primo comma.

Il secondo - il 9.1 - è dei senatori Cavazzuti e Rossi e tende a sostituire, al comma 1, le parole: «la società emittente non può» con le altre: «la società emittente e le sue controllate non possono» e le parole: «deve astenersi» con le altre: «e le sue controllate devono astenersi».

Il terzo è dei senatori Garofalo, Bertoldi, Brina, Cannata, Pollini e Vitale e tende a sostituire, al comma 1, le parole: «La società emittente non può» con le altre: «La società emittente e quelle da essa comunque controllate non possono» e le parole: «oggetto dell'offerta deve astenersi» con le altre: «oggetto dell'offerta e quelle da esse comunque controllate devono astenersi».

Il quarto - il 9.2 - è del Governo e tende ad aggiungere, al comma 1, primo periodo, in fine, le parole: «salvo gli atti di ordinaria amministrazione».

Il quinto - il 9.3 - è pure del Governo e tende a sopprimere i commi 3 e 4.

VISENTINI. La prima parte del primo comma dell'articolo recita: «Durante la pendenza dell'offerta di sottoscrizione, la società emittente non può compiere atti comunque idonei a modificare la consistenza e la composizione del proprio capitale e patrimonio». L'emendamento 9.2 del Governo è volto ad aggiungere alla fine del periodo da me citato, al primo comma, la frase: «, salvo gli atti di ordinaria amministrazione», che tende a introdurre una necessaria precisazione, perchè, altrimenti, la società in pendenza dell'offerta non potrebbe far niente. Sappiamo tuttavia che «atti di ordinaria amministrazione» è un'espressione che serve per intenderci, visto che siamo in materia non ordinaria nel senso stretto perchè riguarda la gestione societaria: la formula, comunque, può essere soddisfacente e nello stesso tempo è indispensabile.

Osservo che per quanto riguarda la consistenza, se gli amministratori fanno un cattivo affare, sia pure nella cosiddetta ordinaria amministrazione, la consistenza cambia. Mi pare che si voglia sottolineare l'aspetto in quanto non si può vendere una partecipazione di una certa importanza o uno stabilimento industriale perchè si cambierebbe l'oggetto dell'offerta e dei beni che vi concorrono.

Con la precisazione del Governo, nonostante questi dubbi, credo che la prima parte del primo comma possa andar bene.

Non sono d'accordo sulla seconda parte e pertanto ho presentato un emendamento che tende a sopprimerla perchè, se la società fa essa stessa

un'offerta, è coerente che non possa compiere quegli atti, ma se l'offerta viene fatta da terzi la cosa è diversa; si potrebbe verificare il caso che un terzo che voglia bloccare un'operazione che gli dà fastidio lanci un'offerta sulla società che sta per compierla e blocchi l'operazione. Il principio è valido quando l'offerta viene dalla società, ma mi pare pericoloso quando viene da un terzo perchè l'offerta fasulla può essere intesa a bloccare un'operazione che la società sta per intraprendere. Supponiamo che una società stia cedendo, ad esempio, un'importante partecipazione: chiunque voglia bloccarla - sapendo che, passato un mese, l'ipotetico acquirente non sarebbe più a disposizione, o comunque tentando un'operazione di rinvio - lancia un'offerta e blocca l'operazione.

Mi pare che ciò sia pericoloso e su questo aspetto vorrei sentire l'opinione dei colleghi.

ROSSI. Prima di illustrare l'emendamento 9.1, vale la pena di riprendere il discorso del senatore Visentini, anche con riferimento all'emendamento proposto dal Governo, soffermandoci su: «salvo gli atti di ordinaria amministrazione». Questa formula mi piace assai poco, perchè stiamo parlando della gestione dell'impresa sociale ed in generale gli atti di ordinaria amministrazione sono quelli conformi all'oggetto sociale, e quindi tutti. Gli atti di straordinaria amministrazione, se non vi sono riferimenti particolari alla gestione dell'attività di impresa, non hanno molto senso.

Mi pare che essa sia una limitazione estremamente poco chiara, poichè non si fornisce nessuna specifica indicazione di cosa si voglia impedire. Il discorso del senatore Visentini, a proposito delle partecipazioni e soprattutto del cambiamento di partecipazione in una società bersaglio, è giustissimo, ma lo riferirei anche al disposto del primo comma; probabilmente sarebbe più chiaro affermare che la società emittente non può compiere atti idonei a modificare la consistenza del proprio patrimonio, ma tuttavia può mutarne la composizione. In tal modo anche la società bersaglio che aliena le proprie partecipazioni dovrà venderle a un prezzo equo, sicchè la consistenza del suo patrimonio non venga alterata.

In caso contrario, il rischio potrebbe essere quello di rendere lecite quelle operazioni che nel mondo anglosassone vengono chiamate *poison pills*, come ad esempio sono la svendita di beni della società e gli indebitamenti eccessivi. Questa è anche la ragione del nostro emendamento. Nel nostro paese il discorso è ancora più importante, perchè la presenza predominante di società finanziarie comporta che nel listino della borsa italiana questo genere di operazioni debba essere verificato soprattutto con riferimento alle società controllate.

La nostra proposta è dunque che, durante la pendenza dell'offerta di sottoscrizione, la società emittente e le sue controllate non possano compiere atti comunque idonei a modificare la consistenza del proprio capitale e patrimonio. Integro quindi l'emendamento 9.1, proponendo anche di sopprimere, al primo periodo del primo comma, l'espressione: «e la composizione». La società emittente e le sue controllate, i cui titoli formano oggetto dell'offerta, devono astenersi dal compiere tali atti durante l'offerta di vendita promossa da terzi.

GAROFALO. Mi richiamo alle spiegazioni del senatore Rossi.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Ci troviamo di fronte a due obiezioni di segno opposto; capisco di entrambe le *ratio* e vorrei cercare un punto di equilibrio. L'esclusione degli atti di ordinaria amministrazione, che è una definizione abbastanza ampia, può irrigidire troppo la normativa e scoraggiare le offerte pubbliche di acquisto.

Sarebbe opportuno trovare in comune un modo per escludere alcuni atti dal divieto generale previsto dall'articolo al nostro esame al fine di non inibire eccessivamente l'attività in questa fase.

ROSSI. Parlare di atti idonei a modificare la consistenza e la composizione della società emittente mi sembra già abbastanza chiaro. È una formula comprensibilissima e abbastanza ampia; altrimenti si correrebbe il rischio di cadere nell'eccesso opposto.

Condivido, peraltro, l'obiezione del senatore Visentini, il quale ha sottolineato come sia ingiusto impedire una vendita di partecipazione per il solo fatto che durante la trattazione viene variata la composizione del patrimonio. L'importante è che tale vendita sia vantaggiosa.

PRESIDENTE. Non è chiaro il motivo per cui il Governo propone di sopprimere i commi 3 e 4.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Il comma 3 mi sembra eccessivo; in ogni caso mi interessa soprattutto sopprimere il comma 4 perchè non vedo il motivo per cui durante l'offerta di vendita o di sottoscrizione non dovrebbero essere consentite altre offerte concorrenti, garantendo in tal modo un monopolio del mercato al primo offerente.

Per quanto concerne l'emendamento 9.2, dichiaro di ritirarlo.

ROSSI. Sono d'accordo con l'onorevole Sottosegretario. Poichè le offerte pubbliche di acquisto costituiscono un'alternativa all'andamento delle transazioni sul mercato, le controfferte devono sempre essere ammesse da qualunque parte provengano.

VISENTINI. Bisogna ammettere la possibilità di una controfferta.

COLOMBO, *relatore alla Commissione*. Esprimo parere favorevole sull'emendamento 9.1 e ritengo che l'emendamento presentato dai senatori comunisti debba considerarsi da esso assorbito. Il mio parere è favorevole anche sull'emendamento 9.3.

VISENTINI. Una volta che si va ad escludere con l'emendamento 9.1 il concetto di composizione, le principali ragioni del mio emendamento vengono superate. È chiaro che quelli da evitare sono gli atti intenzionalmente diretti a diminuire la consistenza del capitale e del patrimonio della società emittente. Si potrebbero fare delle obiezioni anche portando esempi su questioni oggi molto attuali. Ci si potrebbe trovare, ad esempio, di fronte ad un'offerta di acquisto per una società nella cui composizione figurano anche un giornale. Se nel frattempo vien venduto il giornale, la composizione risulta modificata. Tuttavia dobbiamo superare questa obiezione e quindi concordo con la proposta del senatore Rossi. Anche perchè, per tornare

all'esempio precedente, al posto del giornale l'offerente potrebbe avere un'emittente televisiva.

Concordo, inoltre, con l'opportunità di inserire anche la società controllata nel testo del comma 1 dell'articolo 9. Il mio emendamento non ha quindi più ragion d'essere perchè vengono meno le preoccupazioni che lo animavano. Infine concordo pienamente con le motivazioni alla base dell'emendamento governativo 9.3.

PRESIDENTE. Poichè nessun altro domanda di parlare, metto ai voti l'emendamento 9.1, presentato dai senatori Cavazzuti e Rossi integrato dalla proposta di sopprimere le parole: «e la composizione», le quali, per coerenza, ritengo debbano essere soppresse anche nel comma 2, se non si fanno osservazioni in senso contrario.

È approvato.

L'emendamento di analogo contenuto presentato dai senatori comunisti risulta pertanto assorbito.

Metto ai voti l'emendamento 9.3, presentato dal Governo.

È approvato.

Metto ai voti l'articolo 9, che nel testo emendato, risulta così formulato:

Art. 9.

1. Durante la pendenza dell'offerta di sottoscrizione, la società emittente e le sue controllate non possono compiere atti comunque idonei a modificare la consistenza del proprio capitale e patrimonio. La società i cui titoli formano oggetto dell'offerta e le sue controllate devono astenersi dal compiere tali atti durante l'offerta di vendita promossa da terzi.

2. Durante la pendenza dell'offerta di vendita, l'offerente deve esercitare i propri diritti sociali in modo da non modificare la consistenza del capitale e del patrimonio della società, i cui titoli formano oggetto dell'offerta, nè stipulare o modificare accordi circa l'esercizio del proprio diritto di voto.

È approvato.

Do lettura dell'articolo 10:

Art. 10.

1. La Consob deve dare pubblica notizia di qualsiasi violazione da parte dell'offerente delle norme contenute nel presente Capo, dichiarando nel medesimo tempo la decadenza dell'offerta.

2. La violazione delle norme contenute nel presente Capo, salvo che il fatto non costituisca reato, è punita con la sanzione amministrativa da un quarto alla metà del valore totale dell'operazione.

3. Le sanzioni saranno applicate con decreto del Ministro del tesoro su proposta della Consob.

A questo articolo sono stati presentati alcuni emendamenti.

Il primo - il 10.2 - è del Governo e tende a sopprimere il comma 1.

Il secondo - 10.1 - è dei senatori Cavazzuti e Rossi e tende a sostituire i commi 1 e 2 con i seguenti:

«1. La Consob deve dare pubblica notizia di qualsiasi violazione da parte dell'offerente delle norme contenute nel presente Capo, nel decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, come convertito dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modifiche e integrazioni, o nei regolamenti da essa emanati ai sensi delle disposizioni di cui al presente Capo, e in conseguenza di tali violazioni può sospendere o dichiarare decaduta l'offerta.

2. La violazione delle norme contenute nel presente Capo e nei regolamenti emanati dalla Consob ai sensi delle disposizioni di cui al presente Capo, salvo che il fatto non costituisca reato, è punita con la sanzione amministrativa da un quarto alla metà del valore totale dell'operazione».

Il terzo è del senatore Visentini e tende a sostituire, al comma 2, le parole: «da un quarto alla metà» con le altre: «da un ventesimo a un decimo» e ad aggiungere, in fine, le parole: «con il massimo di due miliardi di lire».

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Il motivo per cui con l'emendamento 10.2 il Governo chiede la soppressione del comma 1 risiede nel fatto che la sanzione può risultare per un verso eccessiva in rapporto al tipo di violazione accertata e per altro verso non applicabile laddove l'accertamento della violazione intervenga successivamente alla chiusura dell'offerta.

CAVAZZUTI. L'emendamento 10.1 tende a dare un po' più di flessibilità all'articolo 10 rispetto al testo proposto: esso, infatti, si risolve in una normativa catenaccio che intendiamo sostituire, nel senso che la Consob deve assumersi le proprie responsabilità perchè le violazioni possono essere anche tali da non meritare una sanzione come quella prevista nell'attuale testo dell'articolo 10.

A noi premeva introdurre la facoltà, anzichè l'obbligo, della Consob di far dichiarare decaduta l'offerta.

VISENTINI. A me pare che la sanzione amministrativa da un quarto alla metà del valore totale dell'operazione, prevista dal comma 2 dell'articolo 10, in relazione a valori che possono ammontare a decine di centinaia di miliardi e per violazioni che, come ricordava il senatore Cavazzuti, possono essere anche formali o di minima entità, è di una pesantezza tale che alla fine porterà a rinunciare all'offerta perchè si ha paura di sbagliare.

Per questo motivo ho presentato l'emendamento tendente a ridurre la misura della sanzione, prevedendo che essa vada da un ventesimo ad un decimo. Questo non perchè io ami il lassismo, ma per rendere realistica la sanzione stessa e comunque tale da non impedire le operazioni. Sempre nel mio emendamento propongo, inoltre, di stabilire che la sanzione amministrativa raggiunga al massimo la cifra di 2 miliardi di lire, che è pur sempre una cifra di una certa consistenza: un dirigente o un funzionario di una

società starà comunque estremamente attento, perchè rischia di essere licenziato in tronco.

Questa revisione delle percentuali e l'introduzione di un limite massimo è più coerente con la nostra volontà di far sì che il sistema funzioni e che non sia impeditivo.

BEORCHIA. Sono d'accordo con l'emendamento presentato dal Governo soppressivo del primo comma dell'articolo 10. Anche l'emendamento sostitutivo dei primi due commi, presentato dai senatori Cavazzuti e Rossi, potrebbe essere condivisibile ove non affidasse una eccessiva discrezionalità alla Consob; tanto più che la sanzione deriverebbe non soltanto dalla violazione di norme di legge, ma anche dalla violazione di norme regolamentari.

Per quanto riguarda la quantificazione della sanzione amministrativa, ho sempre ritenuto che stabilire soglie minime e massime comporta rischi di eccessiva pesantezza. Si potrebbe eliminare la soglia minima prevedendo semplicemente, quale soglia massima, un terzo o la metà del valore totale della operazione, salva comunque la possibilità di prevedere una cifra massima, così come proposto dal senatore Visentini.

GAROFALO. Concordo in linea di massima con le considerazioni svolte dal senatore Visentini. Tuttavia mi chiedo se talvolta il costo della sanzione non possa essere preventivato tra i costi della violazione delle norme. Se è troppo bassa la misura della sanzione, essa potrebbe costituire un costo accettabile e quindi un incentivo alla violazione stessa.

VISENTINI. Ma in questa fattispecie non vi è un vantaggio, come ad esempio nel caso dell'*insider trading*. Nel nostro caso non vi è lucro.

In ordine all'osservazione del collega Beorchia, sarei un po' perplesso, dal momento che la previsione della sola soglia massima significherebbe prevedere una discrezionalità eccessiva.

ROSSI. Signor Presidente, non sono d'accordo con l'emendamento del Governo di sopprimere il primo comma e, nonostante le considerazioni del collega Beorchia, insisto in favore dell'emendamento 10.1 da me presentato insieme al senatore Cavazzuti. Infatti, sopprimendo il comma 1, anche in caso di gravi e sostanziali violazioni delle norme ci sarebbe soltanto la multa, mentre non sarebbe possibile sospendere l'operazione, nè farla decadere, nè darne pubblica notizia.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. La decadenza dell'offerta desta in noi la preoccupazione principale, poichè si tratta di un atto amministrativo che incide su rapporti determinatisi nel frattempo, con conseguenze che comunque sarebbero da regolare (bisognerebbe prevedere la nullità dei rapporti insorti?).

BEORCHIA. Forse bisognerebbe mantenere la parte che prevede la pubblica notizia della violazione.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Certo, quella parte potrebbe essere mantenuta.

ROSSI. Non vedo quali possano essere gli atti, che abbiano quali destinatari terzi di buona fede, compiuti prima della chiusura dell'operazione.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. L'accertamento della violazione può esservi anche ad operazione conclusa.

ROSSI. Ma in quel caso è ovvio che l'operazione non può essere dichiarata decaduta.

VISENTINI. L'attuale testo del primo comma dell'articolo 10 impone alla Consob di dichiarare la decadenza dell'offerta, mentre la proposta del senatore Rossi prevede che la Consob «può» sospendere o dichiarare decaduta l'offerta e quindi presuppone una valutazione della violazione. Questo mi sembra che possa far superare alcune perplessità.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Sì, ma io mi preoccupo per le conseguenze dell'eventuale decadenza.

ROSSI. Non capisco quali conseguenze possano esservi. Se la Consob decide di dichiarare decaduta l'offerta, lo fa prima che l'operazione sia conclusa.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Potrebbe farlo anche in presenza di atti che si sono realizzati nel frattempo.

ROSSI. Non so di quali atti si tratti; non riesco a capire. Se si dichiara decaduta l'offerta, vuol dire che essa è ancora in corso; se è conclusa, non può più essere dichiarata decaduta. Durante il periodo in cui l'offerta è in corso non vedo quali atti possono essere compiuti per i quali ci si debba preoccupare.

PRESIDENTE. Gli atti non intervengono durante il corso di seduta, ma subito dopo.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Deve essere chiaro che non si può annullare l'offerta conclusa.

ROSSI. Si dichiara decaduta l'offerta pendente, oppure la si sospende.

Era corretta anche la previsione della sospensione in presenza di valutazioni abnormi: poi eventualmente la si riprende.

Siamo d'accordo sull'emendamento del senatore Visentini anche con la previsione del massimo. Egli infatti ha ragione, dato che non si può immaginare il costo dell'operazione.

La situazione è ben diversa da quella prevista nelle norme in cui c'è una sanzione amministrativa, tipo l'*insider trading*, perchè in quel caso è il profitto che deve essere *disgorged*, come si dice in America, «rivomitato».

COLOMBO, *relatore alla Commissione*. Togliamo la previsione del massimo di due miliardi contenuta nell'emendamento del senatore Visentini,

facendo salva la parte che propone di quantificare la sanzione in un valore che vada da un ventesimo ad un decimo.

VISENTINI. Su tutto si può transigere purchè si segua una logica.

COLOMBO, *relatore alla Commissione*. Abbiamo deciso per una diminuzione in modo da evitare lo scoraggiamento delle transazioni.

PRESIDENTE. Si può verificare il caso che il ventesimo sia superiore ad un miliardo: se indichiamo il massimo andiamo sotto il ventesimo.

ROSSI. Siamo nell'ambito delle sanzioni amministrative ed un limite va indicato.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Premesso che sull'attenuazione della sanzione siamo d'accordo, eccetto qualche perplessità sul tetto in quanto il valore percentuale ci sembra più congruo, devo insistere sul problema della decadenza. Infatti, c'è la preoccupazione che lo stesso emittente possa ritenere non più conveniente l'operazione e possa organizzare una violazione per avere la decadenza. È vero che la Consob potrebbe impedire ciò accertando che si tratta di una violazione posta in atto a tal fine, ma non sempre questo è facilmente accertabile.

Faccio riferimento a transazioni graduali o progressive: che efficacia avrebbe tale norma su di esse?

BEORCHIA. Non esiste la condizione risolutiva finale al completamento delle offerte anche per le operazioni di borsa?

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Questo atto amministrativo della Consob può avere efficacia su rapporti del genere?

VISENTINI. La preoccupazione diventa letterale, signor Presidente, e cioè, quando si dice «decaduta», che non si intenda che l'offerta che si è già chiusa con tutte le accettazioni, che ha raggiunto il numero richiesto, o che addirittura deve andare al riparto, si annulli. Quella che oramai è avvenuta e si è completata non può essere dichiarata decaduta. Non so se il termine «decaduta» è così ampio da comprendere anche l'annullamento dell'operazione già perfezionata nel tempo. Siccome nel merito siamo d'accordo che non debba avere luogo questo effetto, bisognerebbe trovare il modo di esplicitarlo oppure lasciare in modo chiarissimo a verbale che questo non può comportare che l'operazione già chiusa è annullata. Sospensione vuol dire che l'operazione resta in sospeso e non viene dichiarata per così dire bloccata; proprio in confronto al termine sospensione qualcuno potrebbe pensare che «decaduta» possa riferirsi all'operazione già completata, scaduti i termini. Finchè l'operazione è in corso si lascia alla Consob (come qui avviene) il compito di valutare, e questo sarà certo esercitato con il buon senso e con la cautela di non farlo all'ultimo giorno quando la situazione è avanzata, salvo vedere quando si è verificata l'irregolarità. Siccome ogni sottoscrizione è sospesa alla condizione che si raggiunga il numero, vuol dire che sarà anche sospesa ad un'altra condizione, che non sia dichiarata la sospensiva o la decadenza da parte della Consob.

A mio avviso, l'unico problema - e pregherei i proponenti di valutarlo - è di eliminare con sicurezza il dubbio che non si possano toccare le operazioni già chiuse. Le accettazioni pervenute nel frattempo decadono come se non si fosse raggiunta la percentuale richiesta. Riconosco che anche questo ha una sua gravità.

RUFFINO. Devo dire, per la verità, che l'emendamento proposto dai colleghi Cavazzuti e Rossi mi trova sostanzialmente d'accordo anche per l'interpretazione più larga ed estensiva, senatore Visentini. Perché? Adesso non so ipotizzare una fattispecie tale da determinare la decadenza dell'offerta. Noi affidiamo certamente alla Consob un compito importante; voi avete capito che io ero dell'avviso di contenere in genere i poteri della Consob, ma in questo caso mi sembra che sia giusta potestà della Consob stessa di intervenire per sospendere o dichiarare decaduta l'offerta.

Non farei precisazioni ulteriori, senatore Visentini, anche perché nell'ipotesi che il giorno prima della chiusura dell'offerta si dovesse determinare una tale novità nel mercato o la Consob dovesse avere notizia di gravissime violazioni compiute dalla società offerente, credo che un sistema di trasparenza di questa offerta pubblica, quale noi vogliamo dare a tutela del risparmiatore, debba comportare automaticamente la risoluzione *ipso facto* e *ipso iure* di tutte le accettazioni che nel frattempo fossero intervenute. Non mi preoccuperei di tutelare tanto l'azienda offerente quanto di tutelare, per i casi di gravità successivamente intervenuti, gli accettanti, quelli che in buona fede e nel rispetto delle norme hanno sottoscritto l'offerta. Quindi, in definitiva, lascerei questa norma. Mi permetterei solo di suggerire ai colleghi Cavazzuti e Rossi una modifica formale: nei due commi che essi propongono è citata più volte la parola: «Capo»; se non vado errato, è ripetuta ben quattro volte ed io proporrei di eliminarne almeno due. Questa, comunque, è una considerazione di carattere meramente formale.

ROSSI. Sono d'accordo con questa osservazione.

RUFFINO. Per concludere, vorrei dire che concordo con la proposta emendativa riguardante la sanzione amministrativa avanzata dal senatore Visentini.

VISENTINI. Vorrei dire una cosa al collega Ruffino, e cioè che mentre si diceva (ed io sono d'accordo con il senatore Rossi) che non si devono comunque toccare le operazioni chiuse, mi sembra che egli sia del parere di dire che anche le operazioni già chiuse possono essere, a posteriori, dichiarate decadute. Questo mi sembra di una gravità estrema. Fino a quando lo si può fare? Quale è il termine di prescrizione?

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Io insisto sull'altra preoccupazione: e se è lo stesso emittente che commette la violazione?

RUFFINO. Signor Presidente, mi consenta di chiarire. Io ho parlato del giorno prima che venga chiusa l'offerta: la norma deve essere interpretata nel senso che la Consob può intervenire il giorno prima o il giorno stesso della chiusura dell'offerta; non può intervenire il giorno successivo, questo è pacifico. Io sostengo che fino al giorno della chiusura dell'offerta ci può essere

un intervento di carattere evidentemente straordinario, eccezionale, in presenza di violazioni particolarmente gravi da parte della società offerente. Vogliamo specificarlo o vogliamo lasciare ai lavori preparatori della legge l'interpretazione autentica della norma? Intanto vorrei far notare che si può parlare di decadenza dell'offerta nel momento in cui l'offerta è in piedi, perchè l'offerta ha un senso in quanto sia ancora valida, ma il giorno dopo la chiusura dell'offerta non c'è più offerta, il contratto è valido a tutti gli effetti e quindi l'intervento della Consob non può essere esercitato; sarebbe intempestivo e quindi del tutto inidoneo a produrre effetti giuridici, mentre, ripeto, il giorno stesso, anche l'ultimo di offerta, potrebbero verificarsi eventi oggi difficili da ipotizzare e dalle cui conseguenze è necessario tutelare il risparmiatore.

ROSSI. Noi siamo d'accordo con il senatore Ruffino; qualunque tipo di specificazione può risultare inutile. Se l'offerta è dichiarata chiusa non è più offerta.

VISENTINI. Questo è vero, ma qualcuno può interpretare l'offerta come operazione, non in senso tecnico come offerta definita dal codice civile, e cioè come tutti gli atti successivi. Si deve evidenziare, caso mai, che la Commissione lo approva con questa interpretazione e quindi la Consob ne terrà conto.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Vorrei sottoporre alla vostra attenzione una mia preoccupazione, e cioè cosa avviene se è lo stesso emittente ad organizzare la violazione.

ROSSI. Se è lo stesso emittente ad organizzare la violazione, vuol dire che c'è frode nei confronti del risparmiatore e pertanto è inutile andare a tutelare coloro che sono vittime della violazione. Quindi saltano tutte le accettazioni precedenti la decadenza dell'offerta. Non avrei il minimo dubbio al riguardo.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Vuol dire che l'offerta non gli conveniva più ed ha puntato alla decadenza.

RUFFINO. E se aggiungessimo le parole: «sempre che l'intervento avvenga nei termini di validità dell'offerta»? Questa formulazione potrebbe rispondere ai nostri dubbi.

COLOMBO, *relatore alla Commissione*. Il concetto è quello della conclusione e non della validità.

ROSSI. Si può aggiungere: «l'offerta pendente».

Sono d'accordo sulla soppressione di un paio di «Capo» dal testo del nostro emendamento, per cui possiamo togliere le parole: «ai sensi delle disposizioni di cui al presente Capo», ripetuta in entrambi i commi.

Inoltre, ripeto, propongo di aggiungere, dopo la parola: «può», le altre: «in pendenza dell'offerta».

RUFFINO. Dovremmo anche mettere al singolare l'accenno ai «regolamenti da essa emanati». Abbiamo dato compito, infatti, alla Consob di emanare «un apposito regolamento».

CAVAZZUTI. Potrebbero essere anche più d'uno; perchè legarci le mani?

PRESIDENTE. Concludendo, il testo finale dovrebbe essere: «può, in pendenza dell'offerta, sospenderla o dichiararla decaduta».

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Mi rimetto alla Commissione.

ROSSI. Proponiamo, inoltre, sia al primo che al secondo comma del nostro emendamento, la soppressione delle parole: «ai sensi del presente Capo».

COLOMBO, *relatore alla Commissione*. Il parere del relatore è favorevole.

GAROFALO. Manterrei la riserva sul massimo di due miliardi. Pertanto propongo di escludere quel tetto.

VISENTINI. Sono d'accordo.

COLOMBO, *relatore alla Commissione*. In tal caso sono favorevole all'emendamento Visentini, di cui rimarrebbe soltanto la prima parte.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Anch'io sono favorevole all'emendamento così corretto.

Sul primo emendamento mi rimetto alla Commissione, ma chiedo che venga messa a verbale l'opinione dei commissari proponenti, per i quali l'insieme degli atti nel frattempo intervenuti non avrebbe alcun valore, *tamquam non essent*.

Sottolineo di nuovo la responsabilità che si assume la Consob di valutare la gravità della violazione ai fini della decadenza, trattandosi di una sanzione molto grave che consegue da un fatto rilevante ai fini della tutela degli interessi del mercato. Non si tratta di violazioni praticate dalla società emittente nel proprio interesse, che in tal modo potrebbe essere favorita dalla decadenza dell'offerta.

Il Governo, pertanto, si rimette alla Commissione ritirando il suo emendamento 10.2.

PRESIDENTE. Poichè nessun altro domanda di parlare, metto ai voti l'emendamento del senatore Visentini - ora divenuto subemendamento all'emendamento dei senatori Cavazzuti e Rossi - tendente a sostituire le parole: «da un quarto alla metà» con le altre: «da un ventesimo ad un decimo».

È approvato.

Metto ai voti l'emendamento 10.1 dei senatori Cavazzuti e Rossi, quale risulta dopo l'accoglimento del subemendamento del senatore Visentini, di cui do lettura:

«1. La Consob deve dare pubblica notizia di qualsiasi violazione da parte dell'offerente delle norme contenute nel presente Capo, nel decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, come convertito dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modifiche e integrazioni, o nei regolamenti da essa emanati; in conseguenza di tali violazioni, può, in pendenza dell'offerta, sospenderla o dichiararla decaduta.

2. La violazione delle norme contenute nel presente Capo e nei regolamenti emanati dalla Consob, salvo che il fatto non costituisca reato, è punita con la sanzione amministrativa da un ventesimo a un decimo del valore totale dell'operazione».

È approvato.

Metto ai voti l'articolo 10 che, nel testo emendato, risulta così formulato:

Art. 10.

1. La Consob deve dare pubblica notizia di qualsiasi violazione da parte dell'offerente delle norme contenute nel presente Capo, nel decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, come convertito dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modifiche e integrazioni, o nei regolamenti da essa emanati; in conseguenza di tali violazioni, può, in pendenza dell'offerta, sospenderla o dichiararla decaduta.

2. La violazione delle norme contenute nel presente Capo e nei regolamenti emanati dalla Consob, salvo che il fatto non costituisca reato, è punita con la sanzione amministrativa da un ventesimo a un decimo del valore totale dell'operazione.

3. Le sanzioni saranno applicate con decreto del Ministro del tesoro su proposta della Consob.

È approvato.

Avverto che si passerà ora all'esame del Capo II del disegno di legge.

CAPO II

OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO E DI SCAMBIO

Art. 11.

1. Coloro che intendono procedere all'acquisto o allo scambio di azioni o di obbligazioni, anche convertibili, in seguito denominate «titoli», mediante offerta al pubblico ai sensi dell'articolo 18 del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, come convertito dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modifiche e integrazioni, devono osservare le norme contenute nel Capo II della presente legge.

2. L'offerta può essere destinata ad acquisire titoli contro corrispettivo in denaro (offerta pubblica d'acquisto), contro corrispettivo formato da altri

titoli (offerta pubblica di scambio), ovvero contro titoli e denaro (offerta pubblica di acquisto e di scambio).

A questo articolo il Governo ha presentato un emendamento - 11.1 - tendente ad aggiungere, al primo comma, dopo la parola: «convertibili», le altre: «, quotate in borsa o negoziate nel mercato ristretto,».

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. L'emendamento si illustra da sè.

COLOMBO, *relatore alla Commissione*. Sono favorevole all'emendamento proposto dal Governo.

PRESIDENTE. Poichè nessun altro domanda di parlare, metto ai voti l'emendamento proposto dal Governo.

È approvato.

Metto ai voti l'articolo 11 nel testo emendato.

È approvato.

Do lettura dell'articolo 12:

Art. 12.

1. Chiunque possieda azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie di una società con azioni quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto in misura non inferiore al 20 per cento del capitale rappresentato da dette azioni, non può acquistare ulteriori azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie in misura eccedente, nell'arco di dodici mesi, il 2 per cento del capitale se non mediante un'offerta pubblica di acquisto.

2. La disposizione di cui al comma 1, si applica anche ai possessi e agli acquisti di titoli convertibili in azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie ovvero rappresentativi del diritto di sottoscrivere o acquistare dette azioni. In questi casi il capitale si computa nella misura che risulterebbe dall'esercizio di tutti i diritti di conversione o di sottoscrizione.

3. Ai fini del calcolo delle percentuali di cui al comma 1 si tiene conto anche delle azioni possedute o che si intenda acquistare per il tramite di società controllate o di società fiduciarie o per interposta persona.

4. La Consob può stabilire per singole società, tenuto conto della loro composizione azionaria, della composizione del pacchetto di controllo, e sulla base di criteri generali da essa predeterminati, percentuali inferiori a quelle previste nel comma 1.

5. Chiunque violi la disposizione di cui al comma 1 è obbligato ad acquistare al più alto prezzo pagato tutte le azioni che gli siano offerte, entro un anno dalla commessa violazione, da chi era azionista al momento di questa.

6. Chiunque violi la disposizione di cui al comma 1 è punito con l'arresto fino a tre anni e con l'ammenda da trenta milioni a cento milioni di lire. La medesima pena si applica a chi, allo scopo di eludere la disposizione di cui al comma 1, acquista una partecipazione di controllo in una società il cui attivo sia costituito in prevalenza, direttamente o indirettamente, da azioni di una società con azioni quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto.

7. La violazione della disposizione di cui al comma 1 non comporta la nullità dell'acquisto.

8. Fermo restando quanto previsto dalle disposizioni della presente legge e dall'articolo 5 del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, come convertito dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modifiche e integrazioni, chiunque procede all'acquisto di azioni o di obbligazioni convertibili superiori al 5 per cento del capitale con diritto di voto, di una società per azioni quotata in borsa o al mercato ristretto, è tenuto a darne comunicazione alla Consob entro quarantotto ore dall'operazione.

A questo articolo sono stati presentati i seguenti emendamenti:

Sostituire l'articolo 12 con il seguente:

Art. 12.

«1. Chiunque abbia comunque raggiunto un livello di partecipazione non inferiore al 30 per cento e non superiore al 50 per cento del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie di una società con azioni quotate in borsa o ammesse alla negoziazione nel mercato ristretto, non può acquistare, nell'arco di dodici mesi, ulteriori azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie in misura eccedente il 5 per cento del capitale se non mediante una offerta pubblica di acquisto.

2. Nessuno può acquistare, attraverso collocamenti privati e nell'arco di dodici mesi, un quantitativo di azioni con diritto di voto nelle assemblee al mercato ristretto che rappresenti una quota superiore al 5 per cento del capitale sociale. Ai fini del calcolo della percentuale del presente comma, non sono computati gli acquisti effettuati in borsa, con l'obbligo di comunicazione immediata alla Consob, ai prezzi registrati alla chiamata di chiusura del titolo, o, alternativamente, con un'offerta pubblica di acquisto.

3. In deroga a quanto disposto nei precedenti commi 1 e 2 e previa comunicazione alla Consob che deve darne pubblica notizia, chi intende assicurarsi comunque il possesso di un blocco di azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie di una società con azioni quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto, che gli venga offerto ad un prezzo unitario predeterminato superiore all'ultimo prezzo registrato alla chiamata di chiusura del titolo e per un ammontare complessivo superiore al 15 per cento delle azioni con diritto di voto, può farlo unicamente a condizione di rilevare allo stesso prezzo le azioni che gli siano offerte nell'arco di cinque giorni di effettiva apertura della borsa, e fino al limite del 51 per cento delle azioni con diritto di voto. Se le azioni offerte superano tali

limiti, si procederà al riparto secondo le modalità preventivamente stabilite dalla Consob.

4. Ai fini dei calcoli delle percentuali di cui ai precedenti commi si tiene conto anche delle azioni possedute od acquistate per il tramite di società controllate o facenti capo ad un medesimo gruppo o attraverso società fiduciarie o per interposta persona. Per capitale sociale si intende il capitale rappresentato dalle azioni con voto nelle assemblee ordinarie, o attraverso l'acquisizione di azioni o quote di controllo di società non quotate che abbiano il controllo delle società quotate oggetto della disciplina prevista nel presente articolo.

5. Le disposizioni di cui ai precedenti commi si applicano anche ai possessi ed agli acquisti di titoli convertibili in azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie ovvero rappresentativi del diritto di sottoscrivere od acquistare dette azioni. In questi casi il capitale si computa nella misura che risulterebbe dall'esercizio di tutti i diritti di conversione o di sottoscrizione.

6. La Consob può stabilire per singole società, tenuto conto della loro composizione azionaria, della composizione del pacchetto di controllo e sulla base di criteri generali da essa predeterminati, percentuali inferiori a quelle previste nei commi 1, 2 e 3.

7. La violazione delle disposizioni del presente articolo, salvo che il fatto non costituisca reato, è punita con la sanzione amministrativa da un quarto alla metà del valore delle azioni in tal modo acquisite. La medesima sanzione si applica a chi, allo scopo di eludere le disposizioni di cui al comma 1 del presente articolo, acquisisce una partecipazione di controllo in una società il cui attivo sia costituito in prevalenza, direttamente o indirettamente, da azioni di una società con azioni quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni del mercato ristretto.

8. Il diritto di voto è sospeso per le azioni acquisite in violazione dei commi precedenti; tali azioni non devono essere computate nel capitale ai fini del calcolo delle quote richieste per la costituzione e le deliberazioni delle assemblee.

9. La partecipazione azionaria acquisita in violazione dei commi 1, 2 e 3 deve essere alienata entro dodici mesi. La mancata alienazione entro il termine stabilito è punita con la pena dell'arresto fino a tre anni e con l'ammenda da lire trenta a cento milioni».

12.4

CAVAZZUTI, ROSSI

Sostituire il comma 1 con il seguente:

«1. Chiunque intenda acquistare azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie di una società con azioni quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto in misura tale da consentirgli di superare la soglia di possesso del 20, del 33 o del 50 per cento del capitale di detta società, deve procedere a un'offerta pubblica di acquisto. Lo stesso obbligo ricorre qualora l'acquisto a cui si intende procedere comporti la riduzione del grado di diffusione fra il pubblico, di cui all'articolo 8, secondo comma, del decreto del Presidente della Repubblica 31 marzo 1975, n. 138, delle azioni ordinarie di una società con azioni quotate in borsa o negoziate nel mercato ristretto».

12.1

BERLANDA, TRIGLIA, BEORCHIA, LEONARDI

Al comma 1, sostituire le cifre: «20» e «2» rispettivamente con le altre: «30» e «5».

12.5

IL GOVERNO

Al comma 1, sostituire le cifre: «il 2 per cento del capitale» con le altre: «il 5 per cento del capitale».

GAROFALO, BERTOLDI, BRINA, CANNATA, POLLINI, VITALE

Dopo il comma 1, inserire il seguente:

«1-bis. Chiunque possieda azioni del tipo indicato nel comma precedente in misura inferiore al 30 per cento del capitale rappresentato da dette azioni, ovvero non ne possiede alcuna, non può superare con uno o più acquisti nell'arco di dodici mesi la percentuale del 35 per cento se non secondo le disposizioni di cui al comma 1».

12.6

IL GOVERNO

Al comma 4, aggiungere, in fine, il seguente periodo: «La Consob può stabilire per singole società, tenuto conto dei rispettivi statuti, percentuali ulteriori rispetto a quelle previste nel comma 1».

12.2

BERLANDA, TRIGLIA, BEORCHIA, LEONARDI

Sopprimere il comma 5.

12.3

BERLANDA, TRIGLIA, BEORCHIA, LEONARDI

Sopprimere il comma 5.

GAROFALO, BERTOLDI, BRINA, CANNATA, POLLINI, VITALE

Al comma 5, dopo le parole: «Chiunque violi le disposizioni di cui al comma 1» aggiungere le altre: «, ove possieda azioni in misura non inferiore al trenta per cento ed effettui acquisti in misura eccedente il cinque per cento»,.

GAROFALO, BERTOLDI, BRINA, CANNATA, POLLINI, VITALE

Al comma 6, sostituire le parole da: «Chiunque violi» fino a: «La medesima pena» con le altre: «Chiunque violi le disposizioni di cui al comma 1 è punito, salvo che il fatto non costituisca reato, con la sanzione amministrativa da un quarto alla metà del valore delle azioni in tal modo acquisite con il minimo di lire cinquanta milioni. La medesima sanzione».

GAROFALO, BERTOLDI, BRINA, CANNATA, POLLINI, VITALE

Al comma 6, sostituire le parole: «è punito con l'arresto fino a tre anni e con l'ammenda da trenta milioni a cento milioni di lire» con le altre: «è

punito con la sanzione amministrativa da un quarto alla metà del valore delle azioni in tal modo acquistate. Inoltre, per le azioni acquisite in violazione del comma 1, è sospeso il diritto di voto e le azioni stesse non si computano nel capitale ai fini del calcolo delle quote richieste per la costituzione e le deliberazioni delle assemblee».

GAROFALO, BERTOLDI, BRINA, CANNATA, POLLINI, VITALE

Sopprimere il comma 7.

GAROFALO, BERTOLDI, BRINA, CANNATA, POLLINI, VITALE

Sostituire il comma 7 con il seguente: «7. Il diritto di voto è sospeso per le azioni acquisite in violazione dei commi precedenti; tali azioni non devono essere computate nel capitale ai fini di calcolo delle quote richieste per la costituzione e le deliberazioni delle assemblee».

GAROFALO, BERTOLDI, BRINA, CANNATA, POLLINI, VITALE

Sostituire il comma 8 con il seguente: «8. La partecipazione azionaria acquisita in violazione dei commi 1, 2 e 3 deve essere alienata entro dodici mesi. La mancata alienazione entro il termine stabilito è punita con la pena dell'arresto fino a tre anni e con l'ammenda da lire trenta a cento milioni».

GAROFALO, BERTOLDI, BRINA, CANNATA, POLLINI, VITALE

Dopo l'articolo 12, inserire il seguente:

Art. 12-bis.

«1. Fermo restando quanto previsto dalle disposizioni della presente legge e dall'articolo 5 del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, come convertito dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modifiche ed integrazioni, chiunque procede all'acquisto di azioni ed obbligazioni convertibili per un ammontare superiore al 5 per cento del capitale con diritto di voto di una società per azioni quotata in borsa o al mercato ristretto, è tenuto a darne comunicazione alla Consob entro quarantotto ore dall'operazione.

2. La violazione dell'obbligo di cui al comma 1 è punita ai sensi del primo comma dell'articolo 5-bis del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, come convertito dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modifiche ed integrazioni.

3. Le comunicazioni effettuate ai sensi del comma 1 del presente articolo ed ai sensi dell'articolo 5 del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, come convertito dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modifiche ed integrazioni, sono rese pubbliche dalla Consob».

Presidenza del Vice Presidente CAVAZZUTI

PRESIDENTE. Non è semplice illustrare l'emendamento 12.4 presentato dal senatore Rossi e da me, neanche nella sua filosofia, perchè rappresenta un tentativo di compromesso tra la disciplina, a nostro avviso troppo rigida, contenuta nel disegno di legge così come approvato dalla Commissione e la realtà di un capitalismo «familistico» che forse ci fa assomigliare di più ad un emirato arabo che non ad un sistema capitalistico di tipo anglosassone. Abbiamo fatto, quindi, il tentativo di contemperare le limitazioni alla libertà dello «scalatore» con l'esigenza di consentire dei passaggi di pacchetti azionari.

La nostra preoccupazione, rilevante soprattutto per quello che abbiamo ascoltato in Aula, è stata quella, dopo anni di legislazione a favore delle imprese, di iniziare una legislazione a favore del risparmiatore, consentendo che nello «zaino» di ogni piccolo risparmiatore potesse esserci anche il vantaggio derivante dalla distribuzione del cosiddetto premio di maggioranza.

A parole è molto semplice definire il tutto; ben più difficile è calarlo in una normativa. E il nostro emendamento si muove nell'empiria in quanto, tra l'altro, non prevede nessuna innovazione per tutti i trasferimenti al di sotto del 5 per cento del capitale sociale, che continuano così a non essere soggetti ad alcuna normativa.

Abbiamo, quindi, individuato una fascia più strategica, cioè abbiamo ritenuto che l'attenzione del legislatore, in ordine a possibili manovre per l'acquisizione del controllo della società, dovesse concentrarsi su quella che per noi è la fascia cruciale, cioè tra il 30 e il 50 per cento. Non abbiamo grandi elementi per sostenere radicalmente queste due soglie in quanto ci si muove - come ho detto - nel campo dell'empiria, ma le stesse soglie le abbiamo scelte sulla base dello studio delle legislazioni straniere che individuano nel 30 per cento il punto oltre il quale si presume possa esserci interesse a scalare per il passaggio del pacchetto di maggioranza.

Inoltre, intendiamo ridurre l'obbligatorietà dell'offerta pubblica di acquisto soltanto al caso in cui il detentore abbia un pacchetto dal 30 al 50 per cento e che comunque acquisti nell'arco dei 12 mesi un pacchetto superiore al 5 per cento del capitale sociale.

A mio parere l'arco temporale è molto importante perchè anche chi possedesse un pacchetto tra il 30 e il 50 per cento ed acquistasse qualcosa meno del 5 per cento ogni 12 mesi non si potrebbe definire uno «scalatore» perchè verrebbe meno una delle premesse del nostro emendamento.

Il primo comma dell'emendamento definisce la figura dello «scalatore»: deve detenere un pacchetto tra il 30 e il 50 per cento ed acquistare pacchetti superiori al 5 per cento nell'arco dei dodici mesi.

Il secondo comma contiene più che altro una norma di incentivazione agli acquisti effettuati in borsa, in quanto nella prima parte recita: «Nessuno può acquistare, attraverso collocamenti privati...»; l'espressione collocamenti privati andrebbe specificata, perchè forse assomiglia a quella di cui abbiamo discusso in precedenza cioè: «a fermo»; pare un'espressione gergale con cui si intende l'acquisto di titoli fuori borsa.

Al secondo comma dell'emendamento 12.4 - come dicevo - si prevede quindi che: «Nessuno può acquistare, attraverso collocamenti privati e nell'arco di dodici mesi, un quantitativo di azioni con diritto di voto nelle assemblee al mercato ristretto che rappresenti una quota superiore al 5 per cento del capitale sociale. Ai fini del calcolo della percentuale del presente comma, non sono computati gli acquisti effettuati in borsa, con l'obbligo di comunicazione immediata alla Consob, ai prezzi registrati alla chiamata di chiusura del titolo, o, alternativamente, con un'offerta pubblica di acquisto».

Al terzo comma dell'emendamento 12.4 si dispone: «In deroga a quanto disposto nei precedenti commi 1 e 2 e previa comunicazione alla Consob che deve darne pubblica notizia, chi intende assicurarsi comunque il possesso di un blocco di azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie di una società con azioni quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto, che gli venga offerto ad un prezzo unitario predeterminato superiore all'ultimo prezzo registrato alla chiamata di chiusura del titolo e per un ammontare complessivo superiore al 15 per cento delle azioni con diritto di voto, può farlo unicamente a condizione di rilevare allo stesso prezzo le azioni che gli siano offerte nell'arco di cinque giorni di effettiva apertura della borsa, e fino al limite del 51 per cento delle azioni con diritto di voto. Se le azioni offerte superano tali limiti, si procederà al riparto secondo le modalità preventivamente stabilite dalla Consob». Questo terzo comma deve essere inteso come una deroga concessa per tener conto di talune realtà (che ho prima definito «capitalismo familistico») del sistema finanziario italiano. Si introduce, quindi, l'obbligo del *maintien des cours* per cinque giorni, in quanto si vuole evitare che chi intende acquistare un pacchetto azionario superiore al 15 per cento si trovi a dover acquistare il 100 per cento delle azioni; si pone inoltre il limite del 51 per cento, oltre il quale non vi è interesse ai fini del controllo, per non trasformare chi vuole acquisire il comando della società in un finanziatore della stessa.

I commi successivi dell'emendamento 12.4 hanno un carattere collaterale e sperimentale rispetto ai primi tre.

Ci è sembrato, tra l'altro, opportuno non mantenere le sanzioni penali e limitarci invece a quelle amministrative in caso di violazione delle norme contenute nei primi tre commi della proposta di modifica da noi presentata.

Riassumendo, dunque, al di sotto della soglia del 5 per cento non si innova rispetto all'esistente, mentre l'offerta pubblica si rende obbligatoria nella fascia - che riteniamo cruciale - compresa tra il 30 e il 51 per cento, anche perchè oltre il limite del 51 per cento non vi sono premi di maggioranza da ripartire tra gli azionisti. Si intende così mediare con le esigenze del nostro capitalismo, anche attraverso una deroga ai principi che regolano gli scambi dei pacchetti azionari.

Pensiamo che questo sia un ragionevole compromesso per contemperare le esigenze di difesa dello «scalatore» con l'attuale processo involutivo. Come economista e studioso dell'evoluzione degli strumenti societari, quanto meno nella loro profondità storica, mi sono trovato di fronte ad un capitalismo che ha reinventato la società in accomandita per azioni, mentre uno dei passaggi di maggiore rilievo tra le varie fasi del capitalismo era stato proprio quello dalla società in accomandita alla società per azioni. Onestamente, risulta piuttosto difficile spiegare, in un corso di storia

economica, perchè alle soglie del Duemila si reinventino strumenti ormai ritenuti superati per lo stesso sviluppo del sistema capitalistico.

Presidenza del Presidente BERLANDA

LEONARDI. L'emendamento 12.1 prevede l'obbligo dell'offerta pubblica quando l'acquisto di azioni consenta di superare la soglia di possesso del 20, del 33 o del 50 per cento del capitale della società interessata. Queste percentuali trovano un logico fondamento nella struttura del diritto societario e comunitario. Infatti, il limite del 20 per cento è rilevante, in base alla quarta e alla settima direttiva CEE, in quanto lascia presumere che si tratti di una società in condizione di esercitare una notevole influenza, mentre secondo il nostro codice civile tale limite è sufficiente per convocare un'assemblea; inoltre, questa percentuale corrisponde alla maggioranza richiesta per deliberare in assemblea straordinaria in terza convocazione.

Il limite del 33 per cento è invece riferito all'articolo 40 della seconda direttiva CEE sulla costituzione delle società per azioni e sulla modifica del loro capitale; tra l'altro, tale direttiva stabilisce che con il 33 per cento dei voti ci si può opporre, quando la maggioranza richiesta per deliberare sia quella dei due terzi del capitale, a decisioni di un certo rilievo, come ad esempio la limitazione al diritto di opzione in caso di aumento o di riduzione del capitale sociale. Inoltre, in base all'articolo 7 della terza direttiva CEE, il 33 per cento costituisce minoranza di blocco in caso di fusione, mentre secondo l'articolo 5 della sesta direttiva CEE tale percentuale può impedire eventuali delibere di scissione.

Secondo il nostro codice civile, il 33 per cento costituisce la maggioranza richiesta per deliberare in assemblee straordinarie in seconda convocazione; costituisce, inoltre, la maggioranza richiesta per deliberare su questioni importanti in sede di assemblea straordinaria in terza convocazione e costituisce altresì la maggioranza in grado di disporre il rinvio di qualsiasi assemblea. Infine, tale percentuale costituisce minoranza di blocco nei casi in cui lo statuto della società richieda maggioranze dei due terzi dei voti.

Il 50 per cento rappresenta la maggioranza assoluta ed ordinaria sia per il diritto comunitario che per quello italiano.

Per deliberare in assemblea straordinaria il nostro codice civile consente che negli statuti delle società siano previste maggioranze più elevate del 50 per cento. E qui passiamo all'illustrazione dell'emendamento 12.2. In ordine alla percentuale del 75 per cento, giova ricordare che il decreto del Presidente della Repubblica n. 138 del 1975 all'articolo 8 delega alla Consob il potere di fissare, con un apposito regolamento, il grado di diffusione tra il pubblico dei titoli che possono essere ammessi alle quotazioni in borsa. Il regolamento per l'ammissione, emanato dalla Consob con delibera del dicembre 1984, fissa tale grado di diffusione in linea generale al 25 per cento del capitale sociale. Così come la legge n. 49 del febbraio 1977 all'articolo 1 delega sempre la Consob ad emanare analogo regolamento per i titoli che

siano quotati al mercato ristretto; attualmente tale regolamento fissa il grado di diffusione intorno al 10 per cento del capitale sociale.

Pertanto, a giudizio dei proponenti, l'emendamento in questione tende a facilitare l'attività degli operatori e a garantire una maggiore aderenza ai fondamenti del diritto. In attesa di ascoltare eventuali osservazioni anche da parte del relatore, ci dichiariamo disponibili a confrontarci con le proposte che potranno essere avanzate anche da altre parti.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Nell'ultima riunione della Commissione in sede referente il Governo aveva preso un duplice impegno: quello di rivedere la soglia, ritenuta critica, del 20 per cento di cui al comma 1 dell'articolo 12, e conseguentemente di adeguare la percentuale massima di acquisto di ulteriori azioni, prevista nel medesimo comma, e quello di esplicitare che comunque la fattispecie comprendeva anche il superamento di queste soglie. Ricordo come l'intera Commissione e in particolare il senatore Andreatta sollecitassero un'esplicitazione normativa di questo tipo.

Pare anche a noi che il 30 per cento possa essere ritenuto accettabile, fermo restando che stiamo cercando di individuare una soglia in base alla quale vi sia una presunzione assoluta di rilevanza, che tollererà il potere della Consob di determinare diversamente queste soglie. L'opinabilità è quindi evidente. Gli stessi riferimenti contenuti nell'emendamento poc'anzi descritto ci appaiono anch'essi opinabili, anche se quelle soglie si riferiscono a particolari diritti o doveri. Tuttavia non ci sembrano facilmente applicabili a questa fattispecie.

Ci appare, quindi, discutibile stabilire una presunzione assoluta che ammetta essa stessa una deroga. L'emendamento 12.5 costituisce dunque un'ipotesi, e dico subito che saremo d'accordo nel comprendere una soglia massima di rilevanza analoga a quella indicata dall'emendamento dei senatori Rossi e Cavazzuti; potremo cioè convenire sulla fascia tra il 30 ed il 50 per cento e sulla rilevanza del 5 per cento per l'acquisto di ulteriori azioni con diritto di voto.

L'emendamento 12.6 tende ad esplicitare l'irrilevanza del possesso di azioni del tipo indicato nel comma 1 in misura inferiore al 30 per cento, ai fini della obbligatorietà dell'offerta pubblica di acquisto. Vorrei soltanto ribadire che è difficile disciplinare la materia al nostro esame in considerazione di un mercato mobiliare che presenta delle inefficienze a tutti conosciute, che non pretendiamo certo di risolvere complessivamente in questa sede.

Pertanto non ho ben capito le interpretazioni giornalistiche che evidenziano una sorta di contrapposizione di certezze che non mi sembra si sia manifestata in Commissione neanche nell'illustrazione degli emendamenti.

BRINA. Avevamo già segnalato, in particolare in relazione all'articolo 12, alcuni elementi di mancato coordinamento tra i testi dei diversi articoli che costituiscono un po' la causa dei malintesi e delle discussioni emerse nonché delle esasperazioni riportate dagli organi di stampa. Ci siamo mossi con questa logica nella presentazione degli emendamenti: difendere quel testo e comunque non rinnegarlo perchè era il frutto di una discussione alla quale avevamo partecipato per la prima stesura. Apprezziamo gli sforzi tesi

alla riformulazione organica dell'articolo 12, ma noi ci siamo mossi individuando gli aspetti più stridenti.

La soglia del 2 per cento prevista nel comma 1 di tale articolo ci sembra troppo limitata per consentire un'operazione che comporta una pubblicizzazione dell'iniziativa in sé. Un altro punto su cui abbiamo ritenuto opportuno intervenire riguarda le sanzioni amministrative e penali. Il comma 6 introduce delle sanzioni penali che possono portare all'arresto fino a tre anni. Ritengo che esso vada meglio formulato nel senso di prevedere, nella misura del possibile, delle sanzioni amministrative e, laddove si devono introdurre sanzioni penali, consentire la possibilità di rimediare all'illecito commesso così come previsto al comma 9 dell'emendamento sostitutivo dell'intero articolo proposto dai senatori Cavazzuti e Rossi.

Gli emendamenti che abbiamo presentato si muovono quindi nella logica di correggere il testo approvato in sede referente dalla nostra Commissione.

CAVAZZUTI. L'emendamento 12.0.1 vuole essere un intervento di tecnica legislativa. Esso intende estendere anche alla fattispecie indicata le sanzioni previste dalla legge n. 216 del 1974.

VISENTINI. Ben volentieri intervengo su questo argomento. Anch'io avrei alcuni emendamenti da presentare all'articolo 12 e soprattutto uno di cui dirò, che non ho presentato perchè attendo di vedere quale indirizzo si intende seguire, che comunque è del seguente tenore:

Dopo il comma 4 aggiungere il seguente:

«4-bis. La disposizione del comma 1 non si applica per i trasferimenti delle azioni ivi indicate effettuati tra società controllanti e controllate o tra società controllate dalla medesima società».

Personalmente ho molti dubbi sulla statuizione dell'OPA obbligatoria e potrei presentare coerentemente un emendamento soppressivo dell'articolo 12. Siccome, però, mi pare che sia diffusa la convinzione che qualcosa bisogna fare - e devo dire che il collega Cavazzuti è stato riduttivo dicendo semplicemente che «qualcosa bisogna fare» - mi adeguo a questa concezione.

Gli emendamenti che qui sono stati illustrati non mi sono risultati sufficientemente chiari. Comincio da quello del presidente Berlanda e degli altri colleghi della Democrazia cristiana. Così come è scritto l'emendamento, non capisco le tre soglie del 20, del 33 e del 50 per cento. Anche a seguito di un chiarimento che cortesemente mi ha fornito il Presidente, devo intendere che ogni volta che si vogliono superare tali soglie, l'interessato deve lanciare una OPA. Per cui per arrivare fino al 20 per cento non è necessaria alcuna OPA, mentre per passare al 21 per cento bisogna fare un'offerta pubblica. Dal 21 per cento poi si può arrivare fino al 33 per cento senza altri vincoli e se si vuole superare il 33 per cento anche soltanto dell'1 per cento si deve nuovamente lanciare un'OPA, e così via. Ecco, questo è un criterio diverso da quello attualmente previsto dal disegno di legge e da quello previsto dall'emendamento dei senatori Rossi e Cavazzuti. Io ho qualche dubbio su una soluzione di questo genere; credo che un margine debba essere lasciato libero, anche perchè chi si trova a possedere esattamente il 20 o il 33 o il 50 per cento non può neppure operare in borsa con acquisti o vendite perchè

potrebbe superare il 20, il 33 e il 50 per cento, non può provvedere al normale *trading*, alle compravendite che poi sono le operazioni che sostengono la borsa.

Non mi pare giustificato poi – ma questa è materia opinabile – prevedere quali soglie di passaggio le tre indicate. Eventualmente, le percentuali potrebbero anche essere due, anzichè tre. Questa soluzione è stata adottata nell'emendamento dei senatori Rossi e Cavazzuti, che però va più in là con la previsione di un tetto massimo di acquisto di azioni.

Per quanto riguarda questo emendamento – è una mia indicazione, in attesa di ascoltare le valutazioni dei colleghi –, ritengo che tutto il congegno dell'articolo 12, cioè l'obbligatorietà dell'OPA, debba far riferimento non soltanto a limiti quantitativi. Sulla previsione del tetto massimo annuo di acquisto del 5 per cento siamo tutti d'accordo e vi è un'ampia convergenza anche sulla previsione della soglia al 30 per cento; ma a me pare che l'obbligatorietà dell'OPA riguardi soltanto gli acquisti effettuati fuori borsa. Infatti, perchè bisognerebbe prevedere l'OPA quando l'interessato acquista in borsa? Ciò è tanto sentito dai colleghi Rossi e Cavazzuti che al comma 2, ai fini del calcolo della percentuale del 5 per cento, escludono gli acquisti effettuati in borsa. Detta previsione, peraltro, rende pressochè superflua la disposizione di cui al comma 1. Si è obbligati all'OPA quando si supera il 30 per cento fino al 50 per cento, non si può acquistare più del 5 per cento attraverso collocamenti privati e tale limite non concerne gli acquisti effettuati in borsa; in sostanza – e correttamente a mio parere –, si pone un'alternativa: quando si supera il 30 per cento o si fa un'OPA o si acquistano in borsa.

SACCONI, *sottosegretario di Stato per il tesoro*. Ma il testo non è in questo senso, il comma 2 non è combinato con il primo e comunque non credo che fosse quella l'intenzione dei proponenti.

VISENTINI. Però è così; il comma 2 prevede che non siano computati gli acquisti effettuati in borsa, con l'obbligo di comunicazione immediata alla Consob (a questo proposito il termine di 30 giorni attualmente previsto dovrà sicuramente essere ridotto a due o tre giorni).

Così come si legge la norma, questa è l'interpretazione che ne posso dare. I presentatori mi diranno qual è la versione più corretta. È come se al comma 1 dicessimo che chiunque abbia raggiunto un livello di partecipazione non inferiore al 30 per cento e non superiore al 50 per cento di azioni non può acquistare fuori della borsa.

CAVAZZUTI. Credo che lei abbia ragione.

VISENTINI. Il comma 3 introduce un sistema completamente nuovo. Il vincolo effettivo viene posto alle azioni acquistate fuori dalla borsa e ad un prezzo superiore alle quotazioni della stessa. In altre parole, se si acquista in borsa non si hanno limiti, sempre che io interpreti correttamente i commi 1 e 2.

Passo ora alla norma relativa al 5 per cento. Mi si diceva che quando non si vuole comprare in borsa si deve fare l'offerta pubblica di acquisto. Mi sembra che l'alternativa tra l'OPA e l'acquisto in borsa vada conservata. Se qualcuno compera fuori della borsa e a prezzi maggiori di quelli della stessa,

viene obbligato ad acquistare fino al 51 per cento delle azioni allo stesso prezzo che ha pagato fuori della borsa. Qui non parliamo più dell'offerta pubblica di acquisto, ma del *maintien des cours* francese. Mi sembra che tale norma sia meno collegata al resto del sistema. Se noi, come era previsto nel testo della Commissione, vogliamo imporre le offerte pubbliche di acquisto, dobbiamo prescindere da norme come questa. Dobbiamo lasciare che si acquisti fuori borsa agli stessi prezzi della borsa; quando invece l'acquisto venga effettuato a prezzi più alti e superiori il 5 per cento si deve non tanto fare un'OPA, quanto piuttosto pagare lo stesso prezzo a tutti coloro che si presentano allo sportello dell'acquirente, fino al 35 per cento.

Comprendo la logica del sistema indicato, ma essa mi sembra molto pericolosa, perchè sappiamo che i pacchetti di azioni più consistenti vengono trasferiti a valori superiori a quelli della borsa e fuori di essa. Non insisterò sulla mia convinzione che chi agisce in tal modo non sottrae niente a nessuno, dato che si tratta di pacchetti di controllo che hanno un loro specifico significato. Devo però sottolineare che questa norma rischia di creare delle sperequazioni, perchè chi compra fuori borsa a prezzi più alti il 45 per cento delle azioni è obbligato ad acquistare un ulteriore 5 per cento - come è logico -; ma chi invece compera soltanto un 15 per cento di azioni più una deve fare un'offerta pubblica per l'acquisto della bellezza di un ulteriore 35 per cento. Devo dire, però, che non so uscire da questa logica se si vuol dare al provvedimento l'indirizzo che è stato indicato.

Chiedo scusa se mi sono dilungato e se sono stato confuso, ma ciò si è verificato perchè mi sono trovato di fronte ad emendamenti tra loro divergenti. Stabilite determinate soglie, ho molti dubbi che debba essere lasciato o attribuito alla Consob il potere discrezionale di cambiarle, perchè i termini sono inevitabilmente generici, dato che si fa riferimento all'entità ed alla composizione del pacchetto di controllo, alla composizione azionaria; addirittura l'emendamento dei colleghi democristiani fa riferimento anche allo statuto. Ho molta preoccupazione di dare alla Consob tale potere discrezionale, perchè non saprei in base a quali criteri essa potrebbe agire. La Consob dovrebbe aggiornare periodicamente tali soglie e dovrebbe far conoscere preventivamente al mondo degli affari queste norme. Ho serie preoccupazioni nell'attribuire una discrezionalità di questo tipo alla Consob, in particolare per quanto riguarda la soglia del 5 per cento. Comprendo maggiormente che questo limite possa essere abbassato, ma non al 5 per cento, che risponde ad altri criteri.

Pertanto non trascinerei su questo uno per cento anche le altre due norme che sono nel testo, sia in quello proposto dalla Commissione che in quello proposto dai colleghi Cavazzuti e Rossi. Qui non ci sono nè ideologie, nè questioni di principio o di puntiglio e quindi sono convinto che una soluzione buona per tutti si potrà trovare. Credo comunque che vadano esclusi da questa disciplina i passaggi che avvengono nell'ambito dei gruppi tra società controllanti e controllate e tra due società controllate dal medesimo gruppo. Infatti, i passaggi di questi pacchetti di azioni non rispondono ad una volontà di acquisizione del controllo, visto che esso già esiste, ma rispondono a necessità organizzative nell'ambito di un gruppo. Infatti, supponiamo che una società, consociata, controllata - in senso tecnico, secondo la definizione del codice civile - disponga di partecipazioni che non comportano la gestione, la società via via cresce, i suoi acquisti diventano partecipazione di comando o di riferimento ed essa supera la

percentuale del 20 o 30 per cento. In quel momento la capogruppo le sposta dalla consociata o dalla controllata che ha il compito di amministrare le partecipazioni dove non c'è gestione aziendale e le trasferisce alla società che invece ha compiti di gestione aziendale e che quindi deve controllare. Questi passaggi, che sono fisiologici e che non comportano spostamenti nelle posizioni di potere, credo che debbano essere esclusi da tale disciplina. Ringrazio e chiedo scusa per l'ampiezza del mio intervento.

PRESIDENTE. Onorevoli colleghi, vorrei proporre di accantonare l'esame dell'articolo 12 e dei relativi emendamenti. Non facendosi osservazioni, il seguito della discussione del disegno di legge è rinviato alla seduta pomeridiana convocata per le ore 16, nel corso della quale proseguiremo con l'esame dell'articolo 13 e dei successivi.

I lavori terminano alle ore 13,15.

SERVIZIO DELLE COMMISSIONI PARLAMENTARI

Il Consigliere parlamentare preposto all'Ufficio centrale e dei resoconti stenografici

DOTT. ETTORE LAURENZANO