



## **DISEGNO DI LEGGE**

**d'iniziativa del senatore ZANDA**

**COMUNICATO ALLA PRESIDENZA IL 23 GIUGNO 2008**

Delega al Governo in materia di controllo delle società quotate e di contrasto al fenomeno delle cosiddette «scatole cinesi»

ONOREVOLI SENATORI. – Mario Monti ha recentemente ricordato, in un articolo di stampa, che «il capitalismo italiano non è impresentabile. Ma certo ha bisogno di un radicale *restyling*. Questo non può avvenire senza una politica più incisiva e meno invasiva. Cioè più forte nell'introdurre norme rigorose nella *corporate governance* e nella democrazia economica» (la Repubblica», 27 maggio 2007).

Pochi giorni dopo, il 31 maggio 2007, nell'ambito delle Considerazioni finali il governatore della Banca d'Italia Mario Draghi – in piena sintonia con le osservazioni di Mario Monti – ha sottolineato che «le aziende quotate italiane ricorrono di frequente a strutture organizzative complesse». Mentre, «la semplicità della struttura proprietaria delle imprese ne accresce la capacità di attrarre l'investimento azionario. Un adeguato sistema di governo societario risponde a un'esigenza di equità nel trattamento dei diritti patrimoniali dei soci, ma anche a criteri di efficienza. Sistemi poco trasparenti ostacolano l'azione di stimolo degli azionisti di minoranza; accentuano l'autoreferenzialità del *management*; proteggono i benefici privati del gruppo di controllo».

«Rispetto ad altre modalità per separare la proprietà dal controllo» – ha inoltre ricordato Draghi – «una struttura a piramide può accentuare la difficoltà di vagliare adeguatamente le operazioni all'interno dei gruppi, aumentandone l'opacità».

Infine, il governatore, dopo aver rilevato che «negli ultimi anni in Italia il grado di complessità dei maggiori gruppi si è ridotto (...)», ha aggiunto che la «tutela degli azionisti di minoranza (...) va ancora rafforzata».

Riprendendo le considerazioni del governatore Draghi, Mario Monti è nuovamente

tornato sul tema (Corriere della Sera, 1° giugno 2007) indicando ancora una volta la necessità per l'economia italiana di «politiche pubbliche incisive e non invasive».

Le considerazioni del professor Monti e del governatore Draghi hanno, come è naturale che sia – vista la loro posizione istituzionale – un carattere generale e astratto. Ma i problemi da loro sollevati sono, invece, nell'Italia del 2007, molto, ma molto concreti.

Basti pensare alle recenti vicende connesse al passaggio del controllo del gruppo Telecom Italia che hanno riproposto con rinnovata urgenza all'attenzione degli operatori economici, dei soggetti regolatori e del legislatore alcuni nodi che affliggono ormai cronicamente il sistema industriale e finanziario italiano.

La presenza nel nostro sistema industriale e finanziario di forme di controllo a piramide che negli anni hanno più volte consentito, con un apporto di capitale privato relativamente ridotto, di esercitare il controllo su società di notevoli dimensioni e di rilevanza strategica nazionale, unita sia alla fragilità del sistema delle regole poste a tutela dell'azionariato di minoranza, sia – per altro verso – all'assenza pressoché totale di investitori istituzionali (soprattutto di quelli orientati a investimenti di lungo periodo, come i fondi pensione) hanno storicamente limitato gli spazi della dialettica societaria e condizionato il funzionamento dei mercati finanziari nazionali e lo sviluppo delle medie e grandi industrie.

In questo quadro di storica debolezza del nostro sistema, le contrapposizioni e i conflitti pure intrinseci a tutti i mercati finanziari (tra amministratori e controllori, azionisti e manager, azionisti di maggioranza e

azionisti di minoranza, eccetera) hanno finito per assumere nel Paese dimensioni e connotati del tutto peculiari, conducendo ad una vera e propria anomalia italiana, nell'ambito di quello che Guido Rossi ha espressivamente definito «conflitto epidemico».

Una delle forme caratteristiche di tale anomalia è costituita, per l'appunto, dalle cosiddette «scatole cinesi» e cioè dall'esistenza di catene di società controllate che vedono all'origine un investimento di rischio largamente sottodimensionato rispetto all'effettivo controllo esercitato sulle società terminali della catena. In particolare, può accadere che un soggetto che disponga del controllo, ma non necessariamente della maggioranza di una società, faccia assumere da questa il controllo di un'altra e così via. In tal modo un azionista che disponga di capitali limitati può riuscire a dominare imprese che non sarebbero alla sua portata, grazie all'apporto di altri soci talora più interessati alla speculazione finanziaria che alla gestione quotidiana delle stesse imprese.

Attraverso queste tecniche nella storia recente del nostro Paese si sono potuti verificare casi nei quali i gradini della piramide hanno finito per essere molto numerosi - e solo in parte rappresentati da aziende quotate - così da permettere il controllo della società terminale della «catena» attraverso un investimento minimo (anche del solo 1 per cento del capitale) al livello più basso della piramide.

Non è questa la democrazia economica voluta dalla nostra Costituzione.

Quanto accade, in via generale, all'interno dei gruppi piramidali è descritto con esemplare chiarezza dallo stesso Guido Rossi: «il comportamento opportunistico degli amministratori delle società controllate è dettato dai gruppi di dominio, mentre la sorte del denaro affidato dagli investitori alle singole società non viene più neanche tenuta in considerazione, pur costituendo la quota di gran lunga più rilevante del capitale di rischio» (G. Rossi, «Il conflitto epidemico», Adelphi, 2003, p. 58).

In queste condizioni, c'è evidentemente la possibilità - molto concreta - che i detentori del controllo così ottenuto se ne avvalgano per trarre quelli che il governatore Draghi ha chiamato «benefici privati del gruppo di controllo», i quali possono essere monetari - dai compensi sovradimensionati, compresa l'attribuzione di rilevantissimi premi e *stock-options*, all'utilizzo personale delle risorse aziendali, sino alle commesse o ai servizi attribuiti a imprese delle quali il suddetto controllore possiede maggiori quote - o di altra natura, come il mantenimento della famiglia in posizione di controllo. Può inoltre verificarsi che le attività delle diverse imprese che fanno parte della catena si sovrappongano, dando luogo a ripetuti conflitti di interesse per limitare i quali si impongono dei codici di *corporate governance* dettati dalle autorità di regolazione e vigilanza dei mercati finanziari.

Ma soprattutto, in quanto consente di limitare al minimo il capitale proprio messo a rischio, il sistema delle «scatole cinesi» può indurre l'azionista di controllo ad assumere decisioni non corrispondenti agli interessi di tutti gli azionisti e, in definitiva, dell'azienda. Gli azionisti non di controllo (in questi casi è preferibile tale definizione a quella di azionisti di minoranza, giacché nel complesso della piramide essi dispongono della maggioranza) possono dunque correre rischi elevati e sono spesso privati dei benefici che a loro spettano.

Infine, il più rilevante danno arrecato al sistema economico-finanziario dalle «scatole cinesi» è rappresentato dal pericolo di immobilismo e di scarsa efficienza.

In un'economia di mercato la regola dovrebbe essere che, ove le risorse di cui dispone un'impresa quotata in borsa non siano impiegate nel migliore dei modi possibili, si imponga un cambiamento di gestione. O con il ricambio del capo azienda, come spesso accade negli Stati Uniti, ovvero - come accade più frequentemente in Europa - con l'acquisizione tramite OPA della società da

parte di un'altra società, più dinamica ed efficiente.

Quando il controllo è garantito da un sistema di «scatole cinesi» questo ricambio è di fatto reso molto difficile perché gli amministratori sono espressione del controllante che quasi sempre è responsabile, direttamente o tramite persone di sua fiducia, della gestione, mentre l'eventuale OPA richiede mezzi e risorse ingenti, di cui quasi nessuno in Italia dispone.

Il problema dello scarso ricambio è reso più acuto dalla prassi dei sindacati azionari, cioè dai patti stipulati tra soci di una società allo scopo di vincolarsi mutuamente sia nell'esercizio del diritto di voto in assemblea, sia nel trasferimento di azioni. In molti casi l'azionista di maggioranza relativa di un patto è, a sua volta, partecipe di altri patti sindacali, con ciò creando una «rete» informale di mutuo appoggio, con generale detrimento per la contendibilità delle società e potenziale lesione dei principi di trasparenza e concorrenza dei mercati finanziari.

Come ha ricordato il governatore della Banca d'Italia, nel periodo tra il 1990 e il 2006, «il peso sul listino di borsa delle società controllate da patti di sindacato è salito dal 18 al 22 per cento; il loro numero dal 5 all'11 per cento delle società quotate» (Considerazioni finali, 31 maggio 2007). Il risultato è che il sistema nel suo complesso ne risulta indebolito, come ha ricordato efficacemente Franco De Benedetti: «la struttura piramidale, così diffusa nel nostro capitalismo, ha certamente effetti negativi su sviluppo e competitività del nostro sistema industriale» (Il Sole 24 Ore, 22 aprile 2007).

Ne consegue che, laddove il fenomeno delle «scatole cinesi» venisse quanto meno sostanzialmente indebolito - come si propone il presente disegno di legge - non solo diventerebbe più difficile controllare le società che ne facessero parte senza la disponibilità di un'adeguata percentuale di azioni, con generale beneficio per il sistema industriale e finanziario nazionale, ma se ne trar-

rebbero anche indubbi e consistenti benefici gestionali.

È dunque evidente come il sistema di regole che presiede al funzionamento dei mercati, spesso insufficiente a contrastare efficacemente ogni forma di abuso o distorsione (al punto da condurre secondo alcuni ad una «sostanziale impotenza del diritto»), debba quanto meno cercare di scoraggiare tali comportamenti opportunistici, evidenziandoli, censurandoli e limitandone la diffusione con una pluralità di mezzi e strumenti (legislativi, regolamentari, fiscali, giurisdizionali).

Per quanto concerne gli spazi di intervento del legislatore, se l'anticipazione al 2007 dell'entrata in vigore della disciplina dei fondi pensione (avvenuta con la legge finanziaria per il 2007) dovesse aiutare a dare finalmente impulso a una componente cruciale per lo sviluppo del sistema finanziario, sugli altri fronti sussiste ancora un margine per interventi regolatori o normativi che scoraggino ogni possibile forma di elusione delle regole in materia di controllo societario e di difesa delle minoranze, «saturando» gli spazi residui ancora sussistenti, sotto diversi profili, nel nostro ordinamento, in particolare per quel che riguarda il contrasto al fenomeno delle «scatole cinesi».

Il presente disegno di legge viene sottoposto all'esame del Senato della Repubblica solo dopo la conclusione delle trattative relative al passaggio del controllo del gruppo Telecom Italia, evitando con ciò di dar luogo a quella «invasività» della politica stigmatizzata da Mario Monti.

La scelta dello strumento della delega legislativa al Governo è connessa non solo alla varietà, complessità tecnica e articolazione degli interventi legislativi che vengono proposti, ma anche all'esigenza di non recare alcun pregiudizio o turbativa ad eventuali operazioni finanziarie e societarie che fossero in atto al momento della presentazione del testo, così confermando il principio di neutralità dell'azione politica e legislativa ri-

spetto ai processi di mercato in corso di svolgimento.

Queste scelte – la presentazione del disegno di legge solo dopo la chiusura delle trattative per Telecom Italia e la scelta dello strumento della delega – corrispondono alla volontà di influire nella misura minima possibile sul libero andamento dei mercati, ma senza rinunciare ad incidere sul fenomeno delle «scatole cinesi», che larga parte degli operatori considera negativo.

Per di più, una parte della normativa proposta è destinata ad entrare in vigore solo due anni dopo l'entrata in vigore dei decreti delegati così da consentire al sistema industriale che ne fosse interessato di poter adattare la propria struttura di controllo alle nuove regole.

Il tempo prescritto per l'esercizio della delega può, infatti, consentire che la traduzione in norme precettive dei principi e criteri fissati dal presente disegno di legge abbia luogo con il necessario coordinamento con altre normative già esistenti, nell'ambito di un attento dialogo tanto con le autorità di vigilanza quanto con le associazioni di rappresentanza di tutti i soggetti a vario titolo coinvolti che, nelle more dell'entrata in vigore delle nuove disposizioni, avranno la possibilità di orientarsi e – per coloro che ne hanno titolo – di adeguarsi per tempo al nuovo quadro regolatorio.

A tal fine si propongono due distinte discipline di delega.

La prima (articolo 2) è orientata alla modifica della normativa in materia di società quotate nei mercati regolamentati nazionali, con riguardo innanzitutto ai profili regolatori – dall'obbligo di OPA ai requisiti per l'ammissione alla quotazione – e alla disciplina del controllo e del diritto di voto.

La seconda (articolo 3) è volta alla modifica del regime fiscale applicabile alle società quotate, con l'obiettivo concorrente di disincentivare – anche per tale via – il ricorso alla creazione di catene societarie al

solo fine di ridurre la quota di capitale necessaria per esercitare il controllo.

Nel merito, con riguardo alla disciplina dell'OPA obbligatoria si propone, nell'ambito della delega, la modifica della disciplina di cui agli articoli 106 e 109 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF) di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

A questo proposito si ricorda che l'originario schema di decreto legislativo presentato dal Governo alle Camere il 19 dicembre 1997 ai fini dell'espressione del parere (atto del Governo n. 193 – legislatura XIII), presentava alcune significative differenze rispetto alla disciplina definitivamente approvata, differenze che oggi, alla luce dell'esperienza italiana dal 1997 ad oggi, meritano di essere riproposte.

La bozza originaria del cosiddetto «testo Draghi» innovava la disciplina allora vigente costituita in primo luogo dalla legge 18 febbraio 1992, n. 149 – riducendo le ipotesi di OPA obbligatoria soltanto a due (rispetto alle cinque originarie): l'OPA obbligatoria successiva e l'OPA obbligatoria residuale. Secondo quel testo, l'OPA obbligatoria successiva (poi denominata totalitaria) determinava, nella misura del 30 per cento, la soglia di partecipazione al cui raggiungimento scattava l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni ordinarie.

Fino ad allora, la normativa vigente prevedeva che l'OPA obbligatoria scattasse nel caso di acquisizioni che comportassero il superamento della «partecipazione rilevante» effettuate fuori dalla borsa o dal mercato ristretto ovvero tramite l'esercizio di diritti su titoli convertibili in azioni con diritto di voto.

La nuova disciplina proposta nel 1998 prevedeva quindi, in primo luogo, l'introduzione di una soglia fissa ed unica di possesso azionario, oltrepassata la quale sarebbe scattato l'obbligo di lanciare l'OPA, con ciò eliminando la precedente attività di monitoraggio che la CONSOB era obbligata ad effettuare per stabilire periodicamente quale poteva es-

sere per ogni singola società quotata la soglia di partecipazione da considerare «rilevante».

La fissazione della soglia al 30 per cento, rimasta nel testo definitivo del TUF, appariva all'epoca effettivamente in linea con la legislazione dei principali Paesi europei, dove variava da un minimo del 25 per cento (previsto dalla Spagna) ad un massimo del 33 per cento (previsto dalla Francia e come livello massimo dalla Proposta di tredicesima direttiva comunitaria sull'OPA).

L'originario «testo Draghi», con riferimento ai casi di società ad elevata capitalizzazione e ad azionariato particolarmente diffuso, rinviava ad un successivo provvedimento della CONSOB la possibilità di stabilire periodicamente anche soglie meno elevate di partecipazione, ma non inferiori al 15 per cento, oltre le quali sarebbe dovuto scattare l'obbligo di OPA.

Alla luce delle considerazioni fin qui svolte, quest'ultima previsione, lasciata cadere nel corso del dibattito parlamentare, acquista oggi un nuovo rilievo e viene quindi riproposta all'articolo 2, comma 1, lettera a) del presente disegno di legge.

In particolare, è stato previsto che la disciplina dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto di cui all'articolo 106 del testo unico di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998, sia modificata al fine di prevedere tale obbligo non solo per chiunque, a seguito di acquisti a titolo oneroso, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 30 per cento (come oggi previsto e come il presente disegno di legge conferma), ma anche per coloro che si trovino, per la stessa via, a detenere una partecipazione di controllo realizzata attraverso due o più società appartenenti alla medesima catena di controllo (articolo 2, comma 1, lettera a), numero 2)), nonché per tutti i soggetti che, pur detenendo singolarmente partecipazioni inferiori alla soglia del 30 per cento, si presume che agiscano di concerto, con ciò detenendo in via di fatto una partecipazione complessiva supe-

riore alla soglia del 30 per cento (articolo 2, comma 1, lettera a), numero 3)).

Ai fini dell'accertamento di tali fattispecie, è stato necessariamente introdotto un obbligo di verifica, da parte della CONSOB. La significativa innovazione, a questo proposito, è rappresentata dalla previsione che tale attività di verifica venga svolta prioritariamente con l'ausilio di un collegio indipendente di esperti, appositamente costituito presso la stessa CONSOB, con il compito di monitorare e analizzare tutte le acquisizioni e le fusioni che avvengono sui mercati finanziari nazionali, sul modello del *Panel on Takeovers and Mergers* previsto dall'ordinamento britannico (articolo 2, comma 1, lettera d)), come recentemente suggerito anche da Filippo Cavazzuti (*La voce.info*, 14 maggio 2007).

Inoltre, in linea con l'originaria impostazione del «testo Draghi» si prevede che, sempre ai fini dell'OPA obbligatoria, la CONSOB debba indicare, con proprio regolamento da emanarsi entro tre mesi dalla data di entrata in vigore dei decreti legislativi, una soglia di partecipazione inferiore al 30 per cento e comunque non inferiore al 15 per cento, per le sole società ad elevata capitalizzazione e ad azionariato particolarmente diffuso, come individuate dallo stesso regolamento CONSOB (articolo 2, comma 1, lettera b)).

Il ruolo della CONSOB è peraltro valorizzato anche in un contesto più generale, cioè nel caso di offerta pubblica di acquisto ovvero di passaggio di proprietà di un pacchetto azionario superiore al 15 per cento del capitale sociale. In tal caso si attribuisce all'autorità di regolazione e vigilanza il potere di imporre, su richiesta motivata di azionisti che rappresentino almeno il 2 per cento del capitale, limiti all'indebitamento delle società quotate, per un periodo non superiore a tre anni (articolo 2, comma 1, lettera c)). Ciò al fine di tutelare le minoranze e di prevenire azioni speculative a loro danno.

L'altro cruciale strumento proposto per il concreto contrasto al fenomeno delle «scatole cinesi» è costituito dalla modifica della disciplina vigente in materia di controllo e di diritti di voto nelle assemblee.

Recenti vicende hanno infatti evidenziato non soltanto che il nostro sistema economico è caratterizzato da una scarsità di imprese di rilevanti dimensioni in grado di svolgere un ruolo chiave nella competizione globale, ma anche che in quelle (poche) imprese con tali caratteristiche il controllo può essere acquisito in forme del tutto particolari e di per sé lesive dei principi fondamentali a tutela del corretto funzionamento dei mercati.

In particolare, la tecnica del controllo attraverso le cosiddette «scatole cinesi» consente di eludere sia il principio generale secondo il quale ogni azione ha diritto ad un voto, sia la regola basilica della maggioranza. In altri Paesi il raggiungimento di tali obiettivi è facilitato dal ricorso a strumenti quali le azioni a voto multiplo o quelle senza voto che, come noto, sono oggetto di discussione in sede europea. Tali metodi, peraltro, hanno il vantaggio di essere trasparenti: chi acquista un'azione senza voto o con un solo voto, sa che i suoi diritti sono limitati.

Nel nostro sistema finanziario è ancora difficile trovare nell'azionista non professionista un adeguato livello di attenzione, per cui si impone la necessità di individuare forme specifiche di tutela degli azionisti non di controllo, in particolare nella forma di una «sterilizzazione» dei diritti di voto, in tutti i casi - come quello delle «scatole cinesi» - in cui in modo artificiale minoranze azionarie finiscono con il controllare imprese anche di grandissime dimensioni.

Si tratta di uno dei principi fondamentali della normativa che qui viene proposta: si limitano i diritti di voto a quello che risulta essere l'effettivo impegno finanziario del controllante nella società al vertice della catena societaria. In tal modo, se gli azionisti hanno fiducia in chi gestisce la società nessuno vieta loro di accordarla, ma lo faranno

di loro volontà e non per acquiescenza ad un sistema di controllo basato su catene societarie. Contemporaneamente, si eviteranno cristallizzazioni del potere senza controlli.

Nella fase di elaborazione del presente disegno di legge è emerso il dubbio che una limitazione dei diritti di voto potesse essere considerata una forma di esproprio e quindi richiedere un indennizzo per non incorrere in una censura di incostituzionalità. Si è però giunti alla conclusione che tale obiezione non possa trovare alcun fondamento, considerato come sia proprio il ricorso alle «scatole cinesi» ad eliminare in via di fatto la corrispondenza tra rischio patrimoniale e diritti di voto, ragion per cui il corretto ripristino di tale rapporto attraverso il contrasto alle catene societarie non solo non comporta alcun esproprio di diritti, ma semmai consente, al contrario, che venga ripristinata una ordinata disciplina del mercato azionario.

Per analoghe ragioni la norma proposta appare perfettamente in linea con la normativa dell'Unione europea, sia perché non discrimina tra soggetti nazionali ed esteri, sia perché realizza la corretta applicazione del principio «ogni azione un voto».

Pertanto, la nuova disciplina proposta prevede che, qualora una società quotata sia controllata da altra società e quest'ultima sia a sua volta controllata da una terza società, il diritto di voto spettante alla società controllante la società quotata, nell'ambito delle assemblee di quest'ultima, venga ridotto in misura proporzionale alla percentuale con la quale la società controllante è a sua volta controllata dalla terza società, e così via nei casi di ulteriori livelli di controllo (articolo 2, comma 1, lettera e), numeri 1) e 2)). Lo stesso criterio di «sterilizzazione» del diritto di voto è inoltre esteso ai casi in cui il controllo di una società sia esercitato attraverso un sindacato di voto (articolo 2, comma 1, lettera e), numero 3)). In tutti questi casi, la nozione di controllo adottata è quella di cui all'articolo 2359 del codice civile.

Da ultimo, per scongiurare ogni possibile effetto negativo sugli assetti proprietari e di controllo delle società a tutt'oggi quotate sui mercati nazionali, e per consentire a queste ultime di adeguare le rispettive scelte e strategie societarie al nuovo quadro normativo, si è ritenuto di introdurre un *timing* differenziato per l'effettiva applicazione della nuova disciplina dell'esercizio di diritto di voto, prevedendo che essa acquisti efficacia solo a decorrere dal secondo anno dalla data di entrata in vigore dei decreti legislativi (articolo 2, comma 1, lettera e), numero 4).

Un'altra misura che la nuova disciplina intende introdurre è costituita, per un verso, dal rafforzamento delle garanzie richieste ai fini dell'ammissione alla quotazione e, per altro verso, dall'estensione delle fatti specie sanzionabili nei casi di violazioni più gravi, attraverso il *delisting* o l'irrogazione di sanzioni amministrative.

In primo luogo, per le società finanziarie con patrimonio costituito esclusivamente da partecipazioni, si prevede l'obbligo di presentazione, ai fini dell'ammissione alla quotazione, di piani di investimento e di diversificazione del rischio, redatti secondo criteri e modalità stabiliti a tal fine dalla CONSOB con un apposito regolamento (articolo 2, comma 1, lettera f)).

In secondo luogo, per le società soggette ad attività di direzione e coordinamento, si configura un potere di interdizione dalla quotazione, da parte della CONSOB, nei casi di violazione delle disposizioni in materia di responsabilità, pubblicità, motivazione delle decisioni e finanziamenti, di cui agli articoli 2497 e seguenti del codice civile (articolo 2, comma 1, lettera g)).

Infine, con riferimento ai casi di gravi irregolarità gestionali commesse, ai sensi dell'articolo 2409 del codice civile, da amministratori di società quotate in mercati regolamentari, in violazione dei loro doveri e con potenziale danno per la società o per una o più società controllate, si attribuisce alla

CONSOB il potere di irrogare nei confronti dei responsabili delle irregolarità sanzioni amministrative proporzionate al danno arrecato (articolo 2, comma 1, lettera h)).

Infine, l'ultimo aspetto sul quale incide il presente disegno di legge è quello dell'indebitamento delle società quotate.

Negli ultimi anni, in tutto il mondo occidentale si sono sviluppate - talora in misura abnorme - forme di acquisizione realizzate attraverso un forte ricorso all'indebitamento (*leveraged buyout*), che viene fatto ricadere sulla «società preda» (la quale il più delle volte non è in alcun modo indebitata o lo è in misura fisiologica) o direttamente fondendola con la società acquisitrice o indirettamente costringendola a distribuire al nuovo azionista gran parte dei profitti. Le conseguenze sul piano industriale di questi comportamenti (ben conosciuti in Italia) sono evidenti a tutti.

Tra l'altro, una società molto indebitata è automaticamente portata a contenere gli investimenti al di sotto di quello che sarebbe il necessario per lo sviluppo. Di qui la previsione nel presente disegno di legge di misure volte a porre dei limiti all'indebitamento, attraverso forme rinforzate di trasparenza societaria.

In particolare, si intende evitare che per effetto di una politica di investimenti o acquisizioni della controllante che, ai fini del mantenimento del controllo, la induca ad escludere aumenti di capitale, una società quotata possa finire per assumere debiti in misura tale da esporla a rischi industriali e finanziari eccessivi.

A tal fine si prevede che nello statuto sociale delle società quotate venga esplicitamente indicato il rapporto massimo tra il patrimonio sociale netto e l'indebitamento finanziario, fatti salvi i debiti verso i fornitori (articolo 2, comma 1, lettera i)).

Tale principio deve essere letto in chiave di rafforzamento del citato principio di cui all'articolo 2, comma 1, lettera c), laddove si prevede che, in caso di offerta pubblica



di acquisto o di passaggio di proprietà di un pacchetto azionario superiore al 15 per cento del capitale, la CONSOB possa imporre limiti all'indebitamento di società quotate, per un periodo non superiore a tre anni, se a richiederlo, in forma debitamente motivata, è una rappresentanza qualificata di azionisti.

Può infatti verificarsi l'ipotesi - non infrequente - che una società che ha fatto ampio ricorso all'indebitamento tramite un'OPA acquisisca la maggioranza di un'altra e, fondendosi con la stessa, finisca per porre a carico dell'acquisita i propri debiti. In questo caso si prevede che una piccola minoranza (2 per cento del capitale) possa contrastare tale politica. Tuttavia, al fine di evitare che situazioni del genere si prestino a possibili forme strumentali di condizionamento da parte di esigue minoranze, si rimette alla CONSOB il compito di valutare l'effettiva necessità di un intervento e di stabilire di conseguenza eventuali limiti all'indebitamento.

Infine, allo scopo di scongiurare ritardi eccessivi tramite la catena dei ricorsi in diverse sedi, si è previsto che eventuali opposizioni ai provvedimenti CONSOB siano ammesse solo presso la corte d'appello del luogo in cui ha sede la società, in linea con quanto previsto dall'articolo 195 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (articolo 2, comma 1, lettera l)).

Infine, l'articolo 3 reca i principi e i criteri direttivi di una delega per l'introduzione nell'ordinamento di poche e mirate modifiche alla legislazione fiscale orientate a scoraggiare la lunghezza delle catene societarie e migliorare la trasparenza e l'efficienza dei mercati finanziari.

In particolare, si prevede la revisione e l'armonizzazione del trattamento fiscale degli interessi passivi delle società, con l'introduzione di nuovi limiti alla deducibilità degli stessi per le società appartenenti alla medesima catena di controllo, secondo un'articolazione che tenga conto del volume e della

tipologia delle attività finanziate attraverso le passività (articolo 3, comma 1, lettera a)). In tal modo, attraverso un'operazione di complessiva rimodulazione del trattamento fiscale degli interessi passivi, potrebbero introdursi limitazioni più rigorose alla loro deducibilità fiscale, limitatamente alle passività contratte nell'ambito di operazioni puramente speculative da parte di società appartenenti a gruppi piramidali. Per altro verso, imponendosi la complessiva invarianza del gettito fiscale ascrivibile alla disposizione proposta, nel contesto della medesima operazione potrebbero adottarsi forme più intense di incentivazione fiscale del ricorso all'indebitamento per finalità strategiche di investimento e crescita adottate dalle stesse imprese.

Il presente disegno di legge propone inoltre una modifica del sistema di tassazione dei dividendi. In particolare, si prevede una riduzione della quota di esenzione nella tassazione dei dividendi erogati dalla società partecipata, ovvero l'imposizione di una doppia tassazione degli stessi, secondo il modello impositivo adottato anche in Paesi con sistemi economici e finanziari molto sviluppati, quali - in primo luogo - gli Stati Uniti (articolo 3, comma 1, lettera b)).

Da quest'ultima disposizione derivano evidentemente nuove entrate da maggior gettito tributario che, in coerenza con il disegno di generale rafforzamento del sistema economico e finanziario nazionale perseguito attraverso il presente disegno di legge, sono destinate al «Fondo per la finanza d'impresa» istituito con la legge finanziaria per il 2007 (articolo 1, comma 847, della legge 27 dicembre 2006, n. 296). Tali risorse sono in particolare riservate al finanziamento di programmi di sostegno allo *start-up* e al consolidamento di nuove imprese ad elevato contenuto tecnologico, nonché di operazioni di partecipazione al capitale di rischio orientate al rafforzamento patrimoniale delle piccole e medie imprese.

## DISEGNO DI LEGGE

---

### Art. 1.

#### *(Deleghe legislative)*

1. Il Governo è delegato ad adottare, entro tre mesi dalla data di entrata in vigore della presente legge, su proposta del Ministro della giustizia, di concerto con il Ministro dello sviluppo economico e con il Ministro dell'economia e delle finanze, uno o più decreti legislativi recanti disposizioni in materia di disciplina delle società con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati, orientata a contrastare il ricorso alla creazione di gruppi piramidali finalizzato a ridurre il capitale necessario per esercitare il controllo sulle medesime società.

2. Il Governo è delegato ad adottare, entro tre mesi dalla data di entrata in vigore della presente legge, su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro dello sviluppo economico, uno o più decreti legislativi recanti, per le finalità di cui al comma 1, la disciplina fiscale applicabile alle società con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati aventi partecipazioni di controllo in altre società.

3. Con i decreti legislativi di cui ai commi 1 e 2, nel rispetto ed in coerenza con la normativa comunitaria e in conformità ai principi e ai criteri direttivi di cui agli articoli 2 e 3, si provvede altresì al necessario coordinamento con le altre disposizioni vigenti.

4. Gli schemi dei decreti legislativi di cui ai commi 1 e 2 sono trasmessi al Parlamento ai fini dell'espressione del parere da parte delle Commissioni parlamentari competenti entro il termine di trenta giorni dalla data della trasmissione. Entro un anno dalla data di entrata in vigore dei decreti legislativi, il

Governo può emanare disposizioni correttive e integrative con la procedura di cui alla presente legge e nel rispetto dei principi e dei criteri direttivi di cui agli articoli 2 e 3.

Art. 2.

*(Modifica della disciplina in materia di regolazione, esercizio del diritto di voto e controllo delle società quotate)*

1. I decreti legislativi di cui all'articolo 1, comma 1, sono adottati nel rispetto dei seguenti principi e criteri direttivi:

a) con riferimento alle società con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati, modifica della disciplina di cui agli articoli 106 e 109 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, orientata a prevedere l'obbligo di offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni quotate:

1) per chiunque, a seguito di acquisti a titolo oneroso, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 30 per cento, fatti salvi i casi di cui alla lettera b);

2) per chiunque, a seguito di acquisti a titolo oneroso, venga a detenere una partecipazione di controllo realizzata attraverso due o più società appartenenti alla medesima catena di controllo;

3) per i soggetti che, pur detenendo singolarmente partecipazioni inferiori alla soglia del 30 per cento, si presume che agiscano di concerto detenendo una partecipazione complessiva superiore alla soglia citata;

b) attribuzione alla CONSOB del potere di indicare, con proprio regolamento, da emanare entro tre mesi dalla data di entrata in vigore dei decreti legislativi di cui al presente articolo, una partecipazione inferiore alla soglia di cui alla lettera a), numero 1), comunque non inferiore al 15 per cento, li-

mitatamente alle società ad elevata capitalizzazione e ad azionariato particolarmente diffuso, come individuate dal medesimo regolamento;

*c)* in caso di offerta pubblica di acquisto ovvero di passaggio di proprietà di un pacchetto azionario superiore al 15 per cento del capitale sociale attribuzione alla CONSOB del potere di imporre limiti all'indebitamento di società con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati, per un periodo non superiore a tre anni, su richiesta motivata di azionisti che rappresentino almeno il 2 per cento del capitale delle stesse società;

*d)* introduzione dell'obbligo di verifica periodica da parte della CONSOB della sussistenza delle condizioni di cui alla lettera *a)*, numeri 2) e 3), da effettuare attraverso un collegio indipendente di esperti, all'uopo costituito presso la stessa Commissione, con il compito di monitorare e analizzare i passaggi di proprietà e di controllo e i processi di acquisizione e fusione riguardanti le società quotate in mercati regolamentati;

*e)* con riferimento alle società con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati, modifica della disciplina vigente in materia di controllo e di diritti di voto nelle assemblee, secondo i seguenti principi:

1) prevedere che, qualora una società quotata sia controllata da altra società e quest'ultima sia a sua volta controllata da una terza società, il diritto di voto spettante alla società controllante la società quotata nelle assemblee di quest'ultima, venga ridotto in misura proporzionale alla percentuale con la quale la società controllante è a sua volta controllata dalla terza società. Per le finalità di cui alla presente disposizione si applica la nozione di controllo di cui all'articolo 2359 del codice civile;

2) in presenza di ulteriori livelli di controllo, prevedere che il diritto di voto spettante alla società controllante la società quotata venga ulteriormente ridotto, secondo il

criterio di cui al numero 1), ad ogni successivo livello di controllo;

3) prevedere che le disposizioni di cui al numero 1) si applichino anche nel caso in cui il controllo di una società sia esercitato attraverso un sindacato di voto;

4) prevedere che la nuova disciplina dell'esercizio del diritto di voto di cui alla presente lettera si applichi a decorrere dal secondo anno dalla data di entrata in vigore dei decreti legislativi di cui al presente articolo;

*f)* per le società finanziarie con patrimonio costituito esclusivamente da partecipazioni, obbligo di presentazione, ai fini dell'ammissione alla quotazione in mercati regolamentati, dei piani di investimento e di diversificazione del rischio, secondo criteri e modalità stabiliti dalla CONSOB con apposito regolamento;

*g)* per le società soggette ad attività di direzione e coordinamento, obbligo di interdizione dalla quotazione nei casi di violazione delle disposizioni in materia di responsabilità, pubblicità, motivazione delle decisioni e finanziamenti, di cui agli articoli 2497 e seguenti del codice civile;

*h)* con riferimento ai casi di gravi irregolarità gestionali commesse, ai sensi dell'articolo 2409 del codice civile, da amministratori di società quotate in mercati regolamentari, in violazione dei loro doveri e con potenziale danno per la società o per una o più società controllate, attribuzione alla CONSOB del potere di irrogare nei confronti dei responsabili delle irregolarità sanzioni amministrative proporzionate al danno arrecato;

*i)* revisione della disciplina degli statuti delle società quotate finalizzata a prevedere l'obbligatoria indicazione, nell'ambito di un'apposita disposizione dello statuto, dell'indebitamento massimo, con l'esclusione dell'indebitamento verso i fornitori, in rapporto al patrimonio netto;

l) previsione che, avverso i provvedimenti sanzionatori emanati dalla CONSOB con riferimento alla violazioni di cui alla presente legge, sia ammessa opposizione alla corte d'appello del luogo in cui ha sede la società, ai sensi dell'articolo 195 del citato testo unico di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998.

### Art. 3.

*(Modifica della disciplina fiscale applicabile alle società quotate)*

1. I decreti legislativi di cui all'articolo 1, comma 2, sono adottati nel rispetto dei seguenti principi e criteri direttivi:

a) la revisione e l'armonizzazione del trattamento fiscale degli interessi passivi delle società, a invarianza complessiva di gettito rispetto alla disciplina vigente, con l'introduzione di nuovi e differenziati limiti alla deducibilità degli stessi per le società appartenenti alla medesima catena di controllo, secondo un'articolazione che tenga conto del volume e della tipologia delle attività finanziate attraverso le medesime passività;

b) modifica del sistema di tassazione dei dividendi finalizzata a scoraggiare la lunghezza delle catene societarie e incoraggiare la trasparenza ed efficienza dei mercati finanziari, attraverso la riduzione della quota di esenzione nella tassazione dei dividendi erogati dalla società partecipata, ovvero la previsione di specifiche forme di imposizione sugli stessi entro un'aliquota massima del 10 per cento per ciascun livello della catena societaria;

c) destinazione del maggior gettito tributario derivante dall'attuazione delle disposizioni di cui alla lettera b) al Fondo per la finanza d'impresa di cui all'articolo 1, comma 847, della legge 27 dicembre 2006, n. 296, per il finanziamento di programmi di sostegno all'avviamento e al consolida-

mento di imprese operanti in comparti ad elevato contenuto tecnologico, nonché di operazioni di partecipazione al capitale di rischio orientate al rafforzamento patrimoniale delle piccole e medie imprese.

