

NOTE TECNICHE IN MATERIA DI:

Trasparenza dei patti parasociali (7 agosto 1998)

Premessa

Con gli articoli 122 e ss. del T.U. è stata delineata la nuova disciplina relativa alla trasparenza degli accordi parasociali relativi alle società quotate. La disciplina appare piuttosto dettagliata ed opera una delegificazione ristretta demandando alla Consob di stabilire, con il regolamento, solo alcune modalità applicative.

I principi stabiliti dal T.U. sono:

- l'obbligo di comunicazione alla Consob, pubblicazione sulla stampa quotidiana e deposito al registro delle imprese degli accordi relativi ad azioni di società quotate o società che controllano società quotate;

- la definizione delle tipologie degli accordi rilevanti per l'applicazione della norma;

- i limiti di durata degli accordi ed il diritto di recesso;

- la possibilità di recedere senza preavviso in caso di promozione di un'OPA ai sensi dell'art. 106 o 107 del T.U.;

- il regime sanzionatorio.

Viene demandato alla Consob di determinare con regolamento:

A - il contenuto e le modalità della comunicazione alla Consob;

B - il contenuto e le modalità dell'estratto;

C - il contenuto e le modalità della pubblicazione.

La disciplina relativa alla trasparenza dei patti parasociali delle società quotate è attualmente contenuta nell'art. 10, comma 4, della legge n. 149/92. La norma impone la comunicazione alla Consob e la pubblicazione, per estratto, sulla stampa quotidiana degli accordi in qualunque forma stipulati aventi ad oggetto l'esercizio del diritto di voto, il trasferimento delle partecipazioni detenute, obblighi di consultazione reciproca e l'acquisto concertato di azioni. La Consob, con regolamento n. 7835 del 1994 ha individuato il contenuto dell'estratto del patto (e delle sue variazioni) da rendere pubblico.

Si ritiene opportuno in sede di predisposizione del regolamento previsto al comma 2 dell'art. 122 adottare come base di lavoro il testo del Regolamento suddetto apportando le opportune modifiche che si rendono necessarie anche in considerazione dell'esperienza applicativa della norma degli anni passati.

1 - ESPERIENZE ESTERE

Con riferimento alle esperienze estere, si sottolinea che quasi in nessun paese europeo e extra europeo è prevista una norma che imponga un regime di pubblicità così dettagliato ai patti parasociali.

Le norme relative alla pubblicità dei fenomeni coalizionali all'estero hanno per lo più riguardo al fenomeno come azione di concerto e sono strettamente connesse alla promozione di un'offerta pubblica di acquisto. La disomogeneità della regolamentazione europea in tale campo è anche conseguenza dell'inesistenza di una direttiva comunitaria al riguardo.

Per quanto riguarda i paesi di Common Law, per le motivazioni che di seguito si evidenzieranno, il fenomeno dei patti parasociali nelle società quotate è nella pratica assente. Per i paesi di Civil Law, si sottolinea che alcune norme sulla trasparenza dei patti parasociali (intesi, come sopra accennato, quale indice di una situazione di controllo ovvero di un'azione di concerto connessa con l'obbligo di offerta pubblica di acquisto) si riscontrano negli ordinamenti francese e spagnolo.

Di seguito si evidenziano i principali aspetti di tali regolamentazioni.

1.a PAESI DI COMMON LAW

Nei paesi di Common Law, il fenomeno dei patti di sindacato (shareholders agreements) è per lo più circoscritto al modello di governo delle close corporations, ossia delle società non quotate, mentre per le public companies si è andata nel tempo affermando una sostanziale incompatibilità tra presenza di patti parasociali e quotazione in borsa. Ciò per una serie di fattori:

- la particolare struttura proprietaria della maggior parte delle società quotate in tali paesi (azionariato estremamente frazionato, ruolo preminente degli investitori istituzionali, separazione tra proprietà e gestione della società). L'estremo frazionamento dell'azionariato rende i "costi" di gestione di un accordo di natura contrattuale tra azionisti superiori ai benefici che se ne possono trarre in termini di possibilità di influire sul controllo delle società, in quanto sarebbe in genere molto elevato il numero dei contraenti rispetto alla percentuale aggregabile. Inoltre, la prevalenza di investitori istituzionali come azionisti rilevanti delle società determina una preferenza verso strategie "passive" nei confronti del controllo della società (la vendita delle azioni o la richiesta di informazioni e chiarimenti al management) piuttosto che strategie "attive" che si possano tradursi in alleanze durevoli tra azionisti al fine di influire direttamente sulla scelta dei manager. Anche le recenti evoluzioni verso un maggiore "attivismo" degli investitori istituzionali non sembrano intaccare sostanzialmente tale situazione, considerato che esso tende a concretizzarsi soprattutto come intervento straordinario volto alla rimozione di un management inefficiente, sulla cui sostituzione non si interviene generalmente in senso propositivo. Infine una consolidata cultura di separazione tra proprietà e gestione della società, tipica del modello di public company, ha portato alla creazione di un mercato delle risorse manageriali, che hanno il compito di gestire l'impresa, sviluppato e efficiente che lascia poco spazio al ruolo di controllo esercitabile da coalizioni di azionisti.

- la presenza di un sistema efficiente di protezione legale degli azionisti di minoranza che scoraggia gli azionisti dall'esercitare il controllo, anche congiuntamente, su una società quotata. Tale fattore, da un lato, riduce i vantaggi ricavabili dall'azionista o dalla coalizione di azionisti che esercita il controllo, in quanto non permette agli stessi di agire in danno degli azionisti di minoranza e sottopone l'azione dell'azionista di controllo a costanti e forme di vigilanza. Dall'altro, considerato il maggior prezzo che gli azionisti di minoranza sono disposti a pagare per le azioni, sentendosi più protetti, si creano meno incentivi a ricercare o a mantenere posizioni di controllo su società quotate, mentre diventa conveniente per gli eventuali azionisti di controllo diluire la propria quota di partecipazione.

- un quadro regolamentare che, soprattutto negli Stati Uniti scoraggia la formazione di posizioni rilevanti nell'azionariato delle società e che rende difficile la creazione di legami tra azionisti al di

fuori dei luoghi (l'assemblea generale) e delle modalità (la sollecitazione di proxies) deputati a influenzare la corporate governance delle società quotate. Sotto il primo aspetto, ad esempio la regolamentazione statunitense sulla disclosure delle partecipazioni rilevanti impone obblighi aggiuntivi e particolarmente restrittivi sui soggetti che superano il 10% del cash-flow rights di una società, da soli o agendo di concerto. Tali soggetti, sono considerati "insider" alla società, e le loro operazioni sui titoli rientrano nella tipologia di operazioni da tenere sotto osservazione. La creazione di un patto di sindacato che aggrega una percentuale superiore al 10% comporterebbe quindi che tutti i soggetti aderenti verrebbero ad assumere lo status di soggetto "insider", con conseguenze pesanti sulla loro attività, soprattutto qualora si tratti di investitori istituzionali.

Ciò premesso si rappresenta che, per quanto riguarda gli Stati Uniti, la Section 12(2) del Securities Exchange Act del 1934 dispone che, all'atto della registrazione delle azioni da parte di società quotate su una borsa nazionale, l'emittente debba dichiarare i "voting trust agreements with respect to the issuer and any other person directly or indirectly controlling or controlled by, or under direct or indirect common control with the issuer". Si sottolinea, peraltro, che la norma ha riguardo ai voting trusts, che sono accordi in forza dei quali un azionista trasferisce ad un trustee la proprietà delle proprie azioni, mantenendo esclusivamente la beneficial ownership. Il trustee è tenuto a votare su tali azioni come determinato dal voting trust agreement. Pertanto la fattispecie non appare paragonabile con quella prevista all'art. 122, comma 1, del T.U..

Per quanto riguarda l'Inghilterra, la Section 204 (1), (2) e (3) del Companies Act del 1985 prevede che tutti gli accordi relativi ad azioni di una public company, che comportino obblighi o restrizioni relativi all'esercizio del diritto di voto ovvero che prevedono l'acquisto di partecipazioni devono essere resi noti alla società entro due giorni lavorativi dalla sottoscrizione. Nei medesimi termini deve essere comunicata alla società qualsiasi variazione dell'accordo. Secondo la Section 219 del medesimo Companies Act la società deve tenere l'informazione in un registro a disposizione di chiunque ne faccia richiesta. Qualora la società sia quotata la stessa deve trasmettere la notizia dell'accordo e copia del medesimo al London Stock Exchange il giorno lavorativo successivo a quello del ricevimento dello stesso.

1.b FRANCIA

Nell'ordinamento francese esistono due norme relative alla trasparenza dei patti parasociali. La prima è contenuta nell'art. 356-1-4 della legge n. 537 del 1966 sulle società commerciali, e dispone che ogni convenzione conclusa tra azionisti di una società quotata su uno dei mercati regolamentati francesi che comporti condizioni preferenziali di cessione o di acquisto di azioni deve essere trasmessa al Conseil des Bourses des Valeurs (ora CMF) che ne assicura la pubblicità.

La seconda ha rilevanza più specifica per le offerte pubbliche di acquisto ed è contenuta nel Regolamento COB n. 89-03. L'art. 4 prevede che dal momento della comunicazione dell'offerta, o per tutta la sua durata dal momento della loro conclusione, gli accordi suscettibili di avere un'incidenza sull'apprezzamento dell'offerta o sulla sua promozione, conclusi dagli azionisti della società bersaglio o dalle persone che agiscono di concerto con loro, fatta riserva della valutazione da parte dei tribunali della loro validità, devono essere notificati dai loro sottoscrittori al consiglio di amministrazione o al direttorio delle società coinvolte, così come al Conseil des Bourses de Valeurs (ora CMF) e alla COB e pubblicati su un quotidiano economico a diffusione nazionale.

Delle due norme citate, solo la prima appare essere paragonabile alle disposizioni in materia vigenti in Italia e confermate (per quanto riguarda il regime della pubblicità) dal Testo Unico. La

prima, infatti, inserita nella Sezione II della legge menzionata, denominata "Filiali, partecipazioni e società controllate", è collocata immediatamente dopo la norma che stabilisce i casi di presunzione legale di azione di concerto (art. 356-1-3) nella quale viene stabilito che agiscono di concerto coloro che hanno concluso un accordo al fine di acquisire o cedere diritti di voto o al fine di esercitare diritti di voto per mettere in opera una politica comune nei confronti della società. L'articolo successivo, precedentemente citato, stabilisce un obbligo di trasparenza (nei confronti dell'organo di controllo del mercato e del pubblico) dei suddetti accordi, seppure lo stesso sia limitato ai patti c.d. "di blocco" (comportanti "condizioni preferenziali di cessione o di acquisto di azioni"). Tale pubblicità comunque riguarda, nella prassi, tutti i patti di sindacato, siano essi di blocco o di voto. Nella comunicazione al CMF gli aderenti all'accordo, oltre ad inviarlo in copia integrale, devono altresì dichiarare se tali accordi sono costitutivi di un'azione di concerto e quindi presupposto per l'obbligo di comunicazione (art. 356-1 della legge n. 66-537) e per l'obbligo di offerta pubblica di acquisto, qualora l'accordo comporti il superamento della soglia del 30% (art. 5-4-1 del Reg. del CMF sulle offerte pubbliche di acquisto). Il CMF, dopo avere analizzato l'accordo al fine di verificare l'insorgenza o meno dell'azione di concerto, ne pubblica una sintesi (a dire il vero piuttosto ampia) tramite avvisi di borsa emanati dalla SBF (Société des Bourses Francaises). Appare comunque, dall'analisi di alcuni avvisi di borsa resi noti recentemente dal CMF, che la pubblicità degli accordi in questione sia collegata alla trasparenza delle decisioni in merito all'accordo che il CMF prende in ordine alla applicabilità dell'OPA obbligatoria alla particolare fattispecie resa nota. In altre parole gli elementi costitutivi dell'accordo sono resi noti al fine di fornire al mercato ogni elemento utile per l'apprezzamento della decisione del Consiglio in merito all'esistenza o meno dell'azione di concerto.

Il secondo caso (art. 4 del Reg. CMF sulle OPA) attiene, come sopra detto, alla pubblicità, dal momento in cui un annuncio di OPA è effettuato, di qualsiasi accordo che possa avere un'incidenza sull'apprezzamento dell'offerta. La norma, quindi, non ha portata generale perchè presuppone, per la sua applicazione, la promozione di un'OPA, e non sembra riguardare gli accordi stabili e duraturi volti alla gestione congiunta della società (che altrimenti rientrerebbero nell'applicabilità della disposizione sopra citata), quanto piuttosto quelle pattuizioni concluse proprio in occasione dell'OPA e quindi volte a favorire o a contrastare il successo della medesima (per esempio un accordo inerente la cessione in OPA delle azioni possedute da parte di un azionista della società bersaglio, ovvero l'impegno a non aderire). Si segnala, peraltro, che nell'esperienza italiana vi è stato un solo caso di accordo stipulati appositamente per resistere ad un'OPA non concordata (Accordo di stabilità fra azionisti dell'Acquedotto De Ferrari Galleria in occasione dell'OPA dell'Amga S.p.A. - luglio 1997).

Considerato pertanto l'ambito di applicazione estremamente ristretto di tale disposizione, la comparazione con la Francia avverrà solo sulla norma della legge 537-66, benchè non esista, per l'applicazione della stessa, alcuna normativa di carattere secondario.

1.c SPAGNA

In Spagna esiste un obbligo di comunicazione relativa a tutti gli accordi "di limitazione, cessione, rinuncia, totale o parziale dei diritti politici o economici relativi alle azioni della società" L'obbligo incombe su tutte le entità emittenti valori ammessi alle negoziazioni nei mercati secondari ufficiali in occasione della pubblicazione trimestrale o semestrale di dati e informazioni concernenti la società. L'"Orden sobre information publica periodica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociacion en bolsas de valores" del 30 gennaio 1991 dispone, nella sezione G8 dell'allegato, che tra i fatti significativi da comunicare debbano essere resi noti gli accordi relativi alle azioni, così come definiti in precedenza. Tali accordi devono essere resi noti per intero e pubblicati immediatamente dalle società di borsa (Sociedades Rectoras de las Bolsas de

Valores), entro i quindici giorni successivi al ricevimento del rapporto semestrale o trimestrale, attraverso il proprio "Bollettino di quotazione". Il CNMV (l'Autorità di Controllo), inoltre, mette a disposizione tali informazioni nel proprio sito internet. Dalla definizione normativa sembra desumersi che rientrano nell'ambito di applicazione degli obblighi di disclosure le tipologie di accordo previste dalla norma italiana.

2. AMBITO DI APPLICAZIONE DELLA NORMA

FONTE T.U.: Artt. 119 e 124

L'art. 119 stabilisce che le disposizioni del capo II, dove la norma sui patti parasociali è inserita, si applica a tutte le società italiane quotate in mercati regolamentati in Italia o in altri paesi dell'Unione Europea.

L'art. 124, che chiude la sezione prima relativa agli assetti proprietari (contenente anche le norme relative ai patti parasociali), prevede che la Consob possa dichiarare inapplicabili, tra l'altro, gli artt. 122 e 123, comma 2, secondo periodo, alle società italiane quotate solo in altri Paesi dell'Unione Europea (e non anche in Italia), in considerazione della normativa applicabile a tali società in forza della quotazione. Le norme in questione, si rammenta, attengono alla pubblicità dei patti parasociali ed alla pubblicità del recesso dai medesimi; pertanto la possibilità di derogare alle previsioni del T.U. non attiene nè alla durata (art. 123, salvo il secondo periodo del comma 2) né all'ipotesi di recesso senza preavviso dal patto in presenza di un'offerta pubblica di acquisto o scambio promossa ai sensi dell'art. 106 o 107 del T.U..

PROPOSTA

Al riguardo, in attuazione di quanto disposto dal citato art. 124, la Consob potrà esonerare, su loro richiesta, gli aderenti a patti aventi ad oggetto azioni di società italiane quotate solo nei mercati regolamentati di altri paesi dell'Unione Europea o di loro controllanti, dal rispetto degli obblighi previsti dagli artt. 122 e 123, comma 2 qualora la normativa vigente nel paese di quotazione garantisca un regime di trasparenza analogo a quello previsto dal T.U. e sia applicabile ai soggetti indicati.

Le modalità di attuazione di tale previsione legislativa saranno contenute in un'apposita comunicazione da emanarsi contestualmente al regolamento.

Il criterio dell'esonero su richiesta degli aderenti è stato preferito a quello di una previsione generale di inapplicabilità della disciplina citata a tutte le società quotate in un determinato paese dell'Unione Europea in quanto, in assenza di una disciplina comunitaria in materia, consente alla Consob di effettuare una valutazione caso per caso che tenga conto degli obblighi informativi previsti dalla disciplina del paese di origine che il soggetto obbligato è in concreto tenuto ad assolvere.

3. POTERE REGOLAMENTARE

FONTE T.U.: Art. 122, comma 2

La norma, come sopra detto, prevede che la Consob disciplini con regolamento:

- 1 - Il contenuto e le modalità della comunicazione alla Consob;
- 2 - Il contenuto e le modalità dell'estratto;
- 3 - Il contenuto e le modalità della pubblicazione;

Per chiarezza espositiva si tratteranno i suddetti aspetti separatamente qualora si tratti della prima comunicazione, effettuata al momento della stipulazione dell'accordo, e qualora si tratti di una variazione rispetto a quanto già comunicato. Si descriveranno, inoltre, i casi in cui appare opportuno prevedere un regime speciale di pubblicazione in considerazione della natura degli accordi.

3.A LA PRIMA COMUNICAZIONE

3.A.1 - IL CONTENUTO E LE MODALITÀ DELLA COMUNICAZIONE ALLA CONSOB;

DISPOSIZIONI VIGENTI: Art. 3 Reg. 7835

PROPOSTA

Soggetto tenuto:

Appare opportuno ribadire che l'obbligo di comunicazione grava solidalmente su tutti i soggetti aderenti all'accordo. Pertanto, la comunicazione effettuata da uno solo di essi libera anche gli altri dal relativo obbligo.

Contenuto della comunicazione:

Nella comunicazione alla Consob devono essere resi noti:

- gli estremi dei soggetti aderenti all'accordo direttamente e del/dei soggetto/i che si pone al vertice della catena di controllo dei medesimi ai sensi dell'art. 93 del T.U. (denominazione, sede legale, codice fiscale);

- la data di stipulazione, la data di entrata in vigore e la data di scadenza dell'accordo;

- la data del deposito presso il registro delle imprese previsto dall'art. 122, comma 1, lett. c) qualora quest'ultimo sia già stato effettuato al momento dell'invio della comunicazione; qualora, invece, tale adempimento avvenga in un momento successivo alla comunicazione, la data dovrà essere comunicata entro 48 ore dal deposito;

- il o i quotidiani ove si intende pubblicare l'estratto e la data di pubblicazione; nel caso in cui tali dati non siano disponibili al momento della comunicazione, gli stessi dovranno essere comunicati non più tardi del giorno della pubblicazione.

Qualora l'indicazione del soggetto controllante l'aderente non sia rinvenibile all'interno del patto stesso, la richiesta di tale informazione potrebbe in ogni caso essere effettuata ai sensi dell'art. 115, commi 2 e 3 del T.U..

Alla comunicazione devono essere allegati:

a) copia del patto per intero sottoscritto dagli aderenti con la dichiarazione del soggetto che effettua la comunicazione, che la copia inviata è conforme a quella che è stata o verrà depositata

presso il registro delle imprese;

b) copia dell'estratto che si intende pubblicare; ove non disponibile al momento della comunicazione l'estratto dovrà essere trasmesso alla Consob non più tardi del giorno della pubblicazione dello stesso.

c) i documenti di cui alle lett. a) e b) su supporto informatico.

3.A.2 - IL CONTENUTO E LE MODALITÀ DELL'ESTRATTO;

DISPOSIZIONI VIGENTI: Art. 4 Reg. 7835/94

L'articolo 4 del regolamento Consob n. 7835/94, attualmente vigente, prevede alcune informazioni che devono essere inserite nell'annuncio da rendersi noto al mercato. Dall'esperienza operativa maturata in questi anni, è emerso che la pubblicazione dell'estratto raramente si attiene allo schema previsto nel suddetto articolo, anche in considerazione dell'estrema varietà di contenuti che i patti di sindacato presentano nella pratica.

Conseguentemente, le informazioni al mercato, nei casi in cui gli Uffici non siano stati contattati preventivamente, sono state rese in maniera diversificata e talvolta non troppo chiara, rendendosi spesso necessario un successivo intervento della Consob diretto a far integrare o rettificare le informazioni pubblicate.

PROPOSTA

Al fine di evitare tali inconvenienti, che certo non contribuiscono ad una piena e corretta informazione del mercato si ritiene utile standardizzare il più possibile le informazioni indicando in maniera sufficientemente dettagliata le notizie da fornire al mercato.

Si ritiene, pertanto, che l'estratto dovrà contenere almeno le seguenti informazioni:

*** Società le cui azioni sono oggetto dell'accordo;**

*** Tipologia e finalità dell' accordo;**

L'elencazione delle tipologie di accordi nelle quali occorrerebbe inquadrare in relazione ai contenuti concreti dei singoli contratti, i patti oggetto della trasparenza è in forza dell'art. 122, commi 1 e 5, la seguente:

- 1 - voto
- 2 - consultazione per l'esercizio del diritto di voto
- 3- limiti al trasferimento
- 4- acquisto
- 5- esercizio anche congiunto dell'influenza dominante sulla società

Rispetto alla precedente definizione di accordo rilevante, contenuta nell'art. 10, comma 4, della legge n. 149/92, le prime quattro tipologie previste dal T.U. ricalcano sostanzialmente quelle inserite nella norma citata.

Per quanto attiene alla quinta tipologia, la stessa appare essere stata inserita come norma di chiusura al fine di dare rilevanza normativa alla fattispecie di controllo congiunto tramite patto che

non era espressamente contemplata nella legge n. 149/92. Il controllo congiunto, negli accordi fino ad oggi analizzati, viene normalmente perseguita attraverso la previsione di obblighi di consultazione preventiva, nomina proporzionale degli organi sociali, particolari quorum deliberativi in seno agli organi consultivi del patto, attraverso i quali, pur non prevedendo, generalmente, alcun obbligo di conformarsi, in sede assembleare, alle risoluzioni dell'accordo, si ottiene un voto unitario in ordine a tutte le principali vicende societarie.

Pertanto sembra che, nella pratica, qualora l'accordo comunicato venisse considerato rilevante ai fini della precedente quinta tipologia, lo stesso dovrebbe integrare anche alcune delle fattispecie di cui ai numeri precedenti; la stessa, quindi, appare una ipotesi meramente residuale.

Per quanto riguarda la terza tipologia, può essere opportuno distinguere il patto di mero blocco (generalmente assistito da un obbligo di offerta in prelazione agli altri aderenti) dall'accordo, c.d. di covendita, nel quale un aderente si impegna - nel caso in cui si accordi con un terzo per il trasferimento della partecipazione posseduta - ad assicurare ad un altro aderente la vendita della partecipazione da quest'ultimo posseduta al medesimo prezzo.

Inoltre, per quel che attiene ai patti di voto, potrebbero distinguersi il caso in cui gli obblighi di concertazione siano relativi all'esercizio del diritto di voto per tutte le deliberazioni assembleari da quelli relativi alla sola nomina degli organi sociali.

*** Soggetti aderenti e azioni sindacate**

Con riferimento ai soggetti aderenti all'accordo si ritiene necessario che l'estratto indichi i soggetti direttamente aderenti all'accordo, le azioni sindacate, le percentuali riferite sia al complesso delle azioni sindacate, sia al capitale corrispondente e le azioni possedute e non sindacate.

In aggiunta a quanto previsto dal regolamento n. 7835, l'estratto potrebbe contenere l'indicazione del soggetto controllante l'aderente. Tuttavia, tale richiesta esorbiterebbe dall'ambito della delega.

Ciò in quanto l'art. 122 attribuisce alla Consob il potere di stabilire con regolamento i contenuti dell'estratto e non anche il potere di richiedere agli aderenti la pubblicazione di informazioni ulteriori rispetto a quelle rinvenibili nel patto stesso di cui l'estratto è parte.

Peraltro, la possibilità di una trasparenza sui soggetti controllanti gli azionisti partecipanti in misura inferiore al due per cento del capitale con diritto di voto ad un patto di sindacato che complessivamente aggrega una percentuale rilevante, dovrebbe discendere dall'art. 120 in materia di comunicazione di partecipazioni rilevanti. Peraltro potrebbe essere opportuno realizzare un su tale aspetto un raccordo tra le modalità di pubblicazione delle informazioni discendenti dalle due norme (cfr al riguardo la nota tecnica in materia di obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, par. 2.1, punto B2).

*** Deposito delle azioni sindacate**

L'estratto deve contenere l'indicazione del soggetto presso il quale sono depositate le azioni.

*** Organi dell'accordo**

In particolare dovranno essere precisati:

- la tipologia degli organi dell'accordo;
- i criteri e le modalità di composizione;
- i casi previsti di convocazione;
- i compiti attribuiti.

*** Materie oggetto dell'accordo e contenuto dello stesso**

In particolare, dovranno tra l'altro essere precisati:

- le materie oggetto dell'accordo;
- le maggioranze previste per l'assunzione delle decisioni;
- gli eventuali impegni a tenere, in sede assembleare o consiliare, comportamenti uniformi alle decisioni emerse;
- ogni altro obbligo assunto dagli aderenti.

*** Durata ed eventuali ipotesi di recesso convenzionale**

*** Indicazione dell'esistenza di penali per il mancato adempimento degli obblighi derivanti dall'accordo**

L'annuncio dovrà essere integrato da ogni ulteriore informazione che risulti necessaria ai fini di una compiuta valutazione del relativo accordo.

3. A.3 -IL CONTENUTO E LE MODALITÀ DELLA PUBBLICAZIONE;

DISPOSIZIONI VIGENTI: Art. 10, comma 4, legge n. 149/92

PROPOSTA

Il contenuto della pubblicazione coincide con l'estratto inviato alla Consob.

Per quanto riguarda le modalità di pubblicazione dell'estratto si ritiene che il sistema di pubblicità previsto dall' art. 10, comma 4, della legge n. 149/92 (così come modificato dalla legge 474/94) debba essere modificato. La citata disposizione, infatti, stabilisce che l'estratto sia pubblicato su tre quotidiani a diffusione nazionale di cui due economici. Tale modalità si è dimostrata eccessivamente onerosa per gli aderenti al patto ove si consideri che le informazioni da fornire sono piuttosto ampie e dettagliate.

Si ritiene, pertanto, preferibile adottare modalità di pubblicazione meno onerose per gli obbligati che assicurino lo stesso grado di diffusione e di completezza delle informazioni.

In quest'ottica, si ritiene sufficiente la pubblicazione dell'estratto su un solo quotidiano a diffusione nazionale prevedendo altresì l'obbligo di inviare, contestualmente alla pubblicazione, l'estratto stesso alla società partecipata, alla Borsa Italiana S.p.A. e a due agenzie di stampa. La B.I. S.p.A., nell'ambito delle funzioni ad essa affidate ai sensi dell'art. 64 del T.U., dovrebbe poi provvedere alla diffusione dell'estratto. In tal modo si assicura la capillarità dell'informazione (attraverso l'invio alla B.I. S.p.A. ed alle agenzie di stampa) e la completezza della medesima (pubblicazione dell'estratto per intero su un quotidiano).

La soluzione proposta, potrebbe non apparire conforme al dato legislativo ove si propendesse per un'interpretazione restrittiva della lettera dell' art. 122. Tale disposizione, infatti, al comma 1, lett. b), stabilisce che i patti siano pubblicati per estratto sulla stampa quotidiana e, al comma 2, attribuisce, tra l'altro, alla Consob il potere di stabilire con regolamento le modalità e i contenuti della pubblicazione.

Dalla lettera della legge, pertanto, sembra evincersi che il legislatore abbia già individuato il mezzo di diffusione dei patti parasociali, costituito dalla "stampa quotidiana", rimettendo alla Consob esclusivamente il compito di determinare le modalità e i contenuti con i quali la pubblicazione sulla stampa quotidiana debba avvenire.

Si ritiene, tuttavia, che un'interpretazione meno legata al dato letterale, in quanto più rispondente agli interessi del mercato, non incontrerebbe il dissenso degli operatori ma sarebbe accolta favorevolmente essendo in linea con le esigenze di ridimensionamento degli oneri informativi da più parti manifestate.

Qualora, invece, l'interpretazione più restrittiva, dovesse essere ritenuta vincolante si potrebbe ritenere sufficiente la diffusione dell'informazione al mercato mediante la sola pubblicazione dell'estratto su un quotidiano a diffusione nazionale e l'invio dello stesso a due agenzie di stampa.

Ove poi si ritenesse che nemmeno questa ulteriore soluzione sia conforme alla delega si dovrebbe nuovamente imporre la pubblicazione dell'estratto su tre quotidiani a diffusione nazionale. Ovviamente tale ultima soluzione renderebbe l'adempimento dell'obbligo estremamente oneroso soprattutto se si considera che, per le ipotesi di variazione del patto, si propone di pubblicare nuovamente l'intero estratto con l'indicazione delle modifiche intervenute.

3.B LE VARIAZIONI

DISPOSIZIONI ATTUALI: Art. 5 reg. 7835

3.B.1 - IL CONTENUTO E LE MODALITÀ DELLA COMUNICAZIONE ALLA CONSOB;

PROPOSTA

Si ritiene necessario che la Consob acquisisca qualsiasi variazione intervenuta rispetto all'accordo comunicato. Le variazioni devono essere inviate alla Consob negli stessi termini previsti dalla legge per le prime comunicazioni (cinque giorni dalla sottoscrizione delle medesime). Analogamente a quanto previsto per la prima comunicazione si ritiene necessario acquisire la copia del patto variato per intero (con l'indicazione delle parti che hanno subito modificazioni) nonchè la copia dello stesso su supporto informatico.

3.B.2 - IL CONTENUTO E LE MODALITÀ DELL'ESTRATTO;

Nell'attuale sistema viene richiesta la pubblicazione di ogni variazione intervenuta rispetto a quanto già pubblicato. Ciò ha comportato numerose difficoltà applicative della norma, in quanto dovevano essere pubblicate anche le variazioni di modestissima entità e che potevano non dipendere da un comportamento attivo dei partecipanti all'accordo ma esclusivamente a modificazioni della struttura del capitale (per esempio un aumento dovuto a conversione di obbligazioni o di azioni di risparmio).

PROPOSTA

Al fine di ovviare a tali inconvenienti (attualmente peraltro molto onerosi in considerazione dell'obbligo di pubblicazione su tre quotidiani) **si propone di imporre l'obbligo di pubblicazione solo in occasione di:**

- qualsiasi variazione delle clausole dell'accordo;

- ingresso o recesso di un soggetto nell'accordo; la notizia del recesso dovrebbe essere pubblicata al momento in cui viene annunciato (6 mesi prima) ai sensi dell'art. 123, comma 2, ultimo periodo e quando lo stesso si realizza, ovvero al momento del recesso effettivo qualora lo stesso possa avvenire senza preavviso (ai sensi dell'art. 123, comma 3). Si sottolinea che, ai sensi dell'art. 123, comma 2, al recesso si applica l'art. 122, commi 1 e 2. Pertanto, in esecuzione di quanto previsto dallo stesso art. 122 comma 2 si propone di estendere al recesso la medesima pubblicità prevista per le altre variazioni rilevanti.

- redistribuzione della partecipazione sindacata tra i soggetti già aderenti qualora la stessa comporti una variazione dell'assetto di potere all'interno dell'accordo (acquisto o perdita della qualifica di controllante l'accordo da parte di un soggetto), ovvero qualora la stessa avvenga per una percentuale pari alle variazioni rilevanti ai fini dell'obbligo di comunicazione ex art. 120;

- variazioni della percentuale complessivamente sindacata in misura pari alle variazioni della partecipazione di un soggetto singolo considerata rilevante ai fini dell'obbligo di comunicazione ex art. 120;

3.B.3- IL CONTENUTO E LE MODALITÀ DELLA PUBBLICAZIONE;

PROPOSTA

Dalla prassi operativa di questi anni è emerso che la pubblicazione delle sole variazioni del patto sui quotidiani ha comportato delle difficoltà di comprensione a causa della pubblicità del tutto frammentaria e spesso insufficiente (al fine di poter comprendere le clausole ed i partecipanti all'accordo successivamente al verificarsi di numerose variazioni era necessario, infatti, procurarsi tutti gli avvisi relativi all'accordo pubblicati nel tempo). Pertanto si ritiene opportuno prevedere che l'estratto dell'accordo modificato sia pubblicato integralmente ad ogni variazione con l'indicazione delle parti modificate.

Le modalità e la tempistica della pubblicazione dell'estratto sarebbero le medesime di quelle stabilite per la prima comunicazione.

4 - REGIMI SPECIALI

Qualora si tratti di un'associazione di piccoli azionisti, costituita ai sensi e con le modalità previste dall'art. 141 del T.U., che contenga clausole che comportino l'assoggettamento della stessa al regime di trasparenza previsto dall'art. 122 del T.U., considerato che gli aderenti a tali associazioni sono molto numerosi e la partecipazione singolarmente sindacata non rappresenta un elemento rilevante per la comunicazione al pubblico, si propongono degli obblighi informativi meno stringenti; in particolare si propone di:

- consentire, per la prima comunicazione, la pubblicazione di un avviso che non contenga l'indicazione degli aderenti ma solo la percentuale complessivamente sindacata e il numero globale dei partecipanti, specificando che l'elenco degli associati è a disposizione di chiunque ne faccia richiesta presso la Consob, la Borsa Italiana S.p.A. e la sede della società;

- derogare, per le successive variazioni, dalla pubblicazione di un avviso ogni volta che un soggetto aderisca o receda dall'accordo, imponendo un obbligo di comunicazione al pubblico solo una volta all'anno, in occasione dell'assemblea ordinaria di bilancio della società partecipata che menzioni il quantitativo complessivamente aggregato e il numero degli aderenti aggiornato.

Si sottolinea che tale regime agevolativo è già stato adottato dagli Uffici, per prassi, per le associazioni di piccoli azionisti che si sono costituite in questi anni.

Sotto il profilo giuridico non sembrano sussistere impedimenti all'adozione di un regime speciale per la categoria delle associazioni di piccoli azionisti, rientrando la previsione proposta nel potere della Consob di determinare, anche mediante regimi differenziati, i contenuti e le modalità della comunicazione, dell'estratto e della pubblicazione.

Per completezza si ricorda, che la disposizione di cui al medesimo art. 141, comma 2, stabilisce l'inapplicabilità, alle associazioni di piccoli azionisti, delle sanzioni previste dall'art. 122, commi 3 e 4 in caso di mancata comunicazione e pubblicazione (nullità dell'accordo e sterilizzazione del diritto di voto).

Da ultimo è opportuno evidenziare che, come già chiarito nella nota tecnica in materia di deleghe di voto, si ritiene che gli obblighi di trasparenza dei patti parasociali previsti dall'art. 122 non si applichino alle ipotesi di sollecitazione delle deleghe promossa congiuntamente da più soggetti.

Il dubbio potrebbe sorgere in quanto l'accordo tra più azionisti avente ad oggetto la sollecitazione delle deleghe di voto potrebbe essere qualificato come un sindacato di voto; tuttavia si ritiene che le due fattispecie presentino sufficienti elementi di distinzione in quanto l'accordo diretto alla sollecitazione delle deleghe è limitato ad una sola assemblea, e non riveste quei caratteri di stabilità nel tempo che la norma sulla trasparenza dei patti sembra presupporre.

ALLEGATO

LA NORMATIVA SULLA TRASPARENZA DEI PATTI PARASOCIALI NELL'ESPERIENZA FRANCESE E SPAGNOLA

FRANCIA

SPAGNA

AMBITO DI APPLICAZIONE DELLA NORMA

La norma si applica a tutte le società quotate su uno dei mercati regolamentati francesi e quindi di qualsiasi nazionalità

La norma si applica alle società con valori negoziati su mercati secondari ufficiali spagnoli (spagnole o estere). Non si applica allo Stato, alle Comunità autonome e agli organismi internazionali di cui la Spagna sia membro

CONTENUTO DELLA COMUNICAZIONE ALL'ORGANO DI CONTROLLO

Non esistono regolamenti che dispongano il contenuto della comunicazione al CMF. Dall'esame degli avvisi pubblicati sembra emergere che debba essere inviato il patto per intero, nonchè debbano essere indicati i soggetti aderenti all'accordo risalendo fino all'ultimo controllante.

Analogamente alla Francia, non esistono regolamenti in materia. La comunicazione deve essere resa nota al CNMV e alla Sociedad Rectora della Bolsa dove le azioni sono negoziate. Sembra che l'accordo debba essere comunicato per intero

CONTENUTO DELL'ESTRATTO DA RENDERE PUBBLICO

Il patto viene reso noto quasi per intero, senza alcuna schematizzazione.

Il patto viene reso noto per intero non schematizzato

FRANCIA

SPAGNA

MODALITÀ PUBBLICAZIONE

Il CMF pubblica l'accordo attraverso degli avvisi della Borsa di Parigi.

Le Sociedades Receptoras delle Borse pubblicano in un "Bollettino di quotazione".

L'art. 4 del Reg. COB n. 89-03 prevede la pubblicazione dell'accordo su un quotidiano a diffusione nazionale economico

Il CNMV tiene le informazioni a disposizione attraverso il proprio sito Internet

**DISCIPLINA DELLE
VARIAZIONI**

Il CMF pubblica, sempre tramite avvisi della Borsa di Parigi, solo le variazioni intervenute facendo riferimento all'avviso precedentemente pubblicato

Le variazioni dell'accordo sono rese note periodicamente (trimestralmente o semestralmente a scelta della società) e non quando si verificano, a meno che l'informazione non sia "price sensitive" e quindi viene resa nota nel più breve tempo possibile (art. 82 della legge n. 24/1988)