

GIURISPRUDENZA COMMERCIALE

33.2 Marzo-Aprile 2006

Publicazione bimestrale

ISSN 0390-2269

Poste Italiane s.p.a. - Spedizione in a.p. - D.L. 353/2003
(conv. in L. 27/02/2004 n° 46) art. 1, comma 1, DCB (VARESE)

Di particolare interesse in questo numero:

Gli interessi degli amministratori

Esenzioni dalla revocatoria fallimentare

Rassegna di giurisprudenza sulla s.r.l.

Provvedimenti cautelari di sospensione della
deliberazione assembleare

GIUFFRÈ EDITORE

SOMMARIO

ALMA MATER STUDIORUM - Università di Bologna - Servizio EzProxy

m.palmieri@unibo.it Logout

x

PARTE PRIMA

DOTTRINA

<i>Gli interessi degli amministratori di s.p.a.</i> , di Gustavo Minervini	147
<i>Le regole della globalizzazione tra (pretesa) efficienza e (finti) mercati: il caso dei modelli di corporate governance</i> , di Francesco Denozza	167
<i>La azione di danno contro società o ente capogruppo (art. 2497 c.c.)</i> , di Marcello Maggiolo	176
<i>Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito</i> , di Mario Stella Richter jr.	196
<i>Vecchie e nuove esenzioni dalla revocatoria fallimentare</i> , di Bruno Meoli	207
<i>Il finanziamento dei patrimoni destinati a « specifici affari »</i> , di Luigi Salamone	235
<i>La riforma della s.p.a. e l'amministrazione giudiziaria ex art. 2409 c.c.</i> , di Mauro Pizzigati	266
<i>I nuovi limiti all'emissione di obbligazioni</i> , di Marco Palmieri	293

PARTE SECONDA

RASSEGNA DI GIURISPRUDENZA

<i>Società a responsabilità limitata</i> , di Gabriele Racugno ed Elisabetta Loffredo	209
---	-----

COMMENTI

<i>Equilibrio del mercato ed equilibrio del contratto</i> , di Lorenzo Delli Priscoli	256
<i>La qualificazione del contratto di brokeraggio assicurativo tra professioni intellettuali e contrattazione d'impresa</i> , di Maurizio Bianchini	280
<i>Estraneità all'oggetto sociale e opponibilità a terzi professionalmente qualificati</i> , di Serena Russo	315

III

I nuovi limiti all'emissione di obbligazioni

SOMMARIO: 1. Gli interventi della riforma nel campo dei finanziamenti della società. — 2. Il nuovo quadro dei limiti all'emissione di obbligazioni. — 3. L'esigenza della tutela del risparmio nell'ambito della riforma del diritto societario. — 4. L'intervento pubblico nel finanziamento dell'impresa societaria.

1. *Gli interventi della riforma nel campo dei finanziamenti della società.* — La semplificazione dell'accesso delle imprese societarie al mercato dei capitali rappresenta indubbiamente uno degli obiettivi primari perseguiti dal legislatore nella stesura della riforma contenuta nel d. lgs. n. 6 del 2003. Tale esigenza, particolarmente avvertita nel recente passato dai principali gruppi societari nazionali, aveva costretto numerosi c.d.a. a porre in essere operazioni di *shopping* normativo, al fine di attingere oltre confine quelle soluzioni, non contemplate nel nostro ordinamento previgente, che permettessero alle aziende nazionali di mantenere un grado di competitività finanziaria simile a quello goduto dalle concorrenti estere⁽¹⁾.

La consapevolezza di questo fenomeno sembra aver costituito una delle basilari premesse adottate dal legislatore al fine di riformare il settore dei finanziamenti societari⁽²⁾. Al contempo, per una sfortunata quanto imprevedibile coincidenza, la medesima pratica operativa è risultata purtroppo essere alla base degli scandali finanziari che hanno inve-

(¹) Cfr. Rossi, *Concorrenza, mercati finanziari e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1999, VI, 1317 ss.; Di Loreto, *Diritto societario, mercati finanziari e concorrenza fra ordinamenti. Analisi comparatistica di un'equazione complessa*, in *Riv. dir. impr.*, 2003, I, 81 ss. Per una lettura critica sul punto, v. Rordorf, *Scandali finanziari e regole di mercato (apunti a margine dei casi Cirio e Parmalat)*, in *Quest. giur.*, 2004, IV, 569 s. Per una visione sulle possibili soluzioni adottabili in ambito europeo, v. Megliani, *Il quadro evolutivo dei mercati finanziari europei nella prospettiva internazionale*, in *Dir. un. eu.*, 2001, IV, 726 ss.; Carbone, *Strumenti finanziari, corporate governance e diritto internazionale privato tra disciplina dei mercati finanziari e ordinamenti nazionali*, in *Riv. soc.*, 2000, III, 457 ss.; Enriques, Macey, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori*, in *Riv. soc.*, 2002, I, 78 ss.; Denozza, *A che serve il capitale? (piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macey, Creditors versus capital formation: the case against the european legal capital rules)*, in questa *Rivista*, 2002, I, 585 ss.; Costi, Enriques, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, Padova, CEDAM, 2004, 7 ss.; Pardolesi, A.M.P., Portolano, *Latte, lacrime (da coccodrillo) e sangue (dei risparmiatori)*, in *Mercato conc. reg.*, 2004, I, 199 s.

(²) V. art. 2 della l. delega n. 366 del 2001; ulteriormente le lett. c) e d) del 6° comma dell'art. 7 della stessa legge.

stato l'economia nazionale⁽²⁾: il testo della riforma, anche a causa dei ristretti tempi d'attuazione fissati dalla legge delega, non sembra comunque prestare particolare attenzione a questi negativi sviluppi contestuali, almeno nella versione originariamente emendata.

Rimanendo quindi fedele ai soli obiettivi inizialmente individuati, il legislatore ha affrontato il problema delle società all'approvvigionamento dei capitali, mirando principalmente a contenere il più possibile la distanza fra la domanda e l'offerta di investimenti. A questo risultato si è giunti innanzitutto rendendo più duttili gli strumenti finanziari esistenti, così recependo le richieste avanzate dalle società nazionali; si è inoltre cercato di ridurre il divario competitivo fra il nostro ordinamento e gli altri sistemi legislativi con l'introduzione di soluzioni finanziarie innovative, caratterizzate da un variabile grado di partecipatività, che si vanno ad affiancare alle figure tradizionali⁽³⁾ non senza creare, almeno a prima vista, numerosi e potenziali punti d'attrito con queste ultime⁽⁴⁾.

⁽²⁾ L'effetto da questi prodotto è risultato drammaticamente ampliato dall'attuale situazione economica mondiale, contraddistinta da un tendenziale rallentamento delle economie sviluppate in parte causato da una maggior competitività produttiva delle nazioni emergenti. Per un quadro d'insieme sul punto, v. l'audizione del Presidente della Consob, L. CARDIA, a margine dell'indagine parlamentare conoscitiva « *I rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio* », Roma, 20 gennaio 2004.

⁽³⁾ Cfr. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, diretto da Vassalli, X, Torino, UTET, 1987, 523 ss.; l'A. aveva già sottolineato come nella previgente disciplina fosse rinvenibile il costante avvicinamento dei contenuti del prestito obbligazionario e della partecipazione azionaria. Per una visione sugli obiettivi perseguiti dal legislatore nel campo dei finanziamenti societari, v. ABRIANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 131 ss.

⁽⁴⁾ Per un'analisi delle caratteristiche fondamentali delle obbligazioni in contrapposizione alle azioni ed agli altri strumenti finanziari introdotti dalla riforma, cfr. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2003, V, 519 ss.; CORSI, *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in questa Rivista, 2003, I, 414 ss.; NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili della disciplina*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2003, I, 542 ss.; PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, VI, 1268 ss.; DI SABATO, *Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati e obbligazioni sottoscritte dagli investitori finanziari*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2004, I, 13 ss.; GROSSO, *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari non azionari*, in *La riforma delle società*, a cura di Ambrosini, Torino, Giappichelli, 2003, 125 ss.; PERUGINO, *Gli strumenti finanziari alla luce della riforma del diritto societario*, in *Società*, 2004, 941 ss.; ASSOCIAZIONE DISIANO PRETTE, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Olivieri, Presti, Vella, Bologna, Il Mulino, 2003, 97 ss.; PORTALE, *Profili dei conferimenti in natura nel nuovo diritto italiano delle società di capitali*, in *Società*, 2003, XII; SALAFIA, *Titoli di partecipazione e di debito*, ivi, 2004, III, 281 ss.; DI TORREPADULA, *Patrimoni destinati ed insolvenza*, in questa Rivista, 2004, I, 40 ss.; ABRIANI, (nt. 4), 135 ss.; INZITARI, *Sui « patrimoni destinati ad uno specifico affare » nella riforma del diritto societario*, in *Contr. imp.*, 2003, I, 203 ss.; SALANITRO, *Gli intermediari professionali e la distribuzione degli strumenti finanziari*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2004, V, 555 s.; PACIELLO, *La struttura finanziaria delle società per azioni e tipologia di titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 165 ss.; CARRARO, *Titoli di massa e nuovo diritto delle società*, VI *Quaderno della Rivista di diritto civile*, Padova, CEDAM, 2004, 136 ss.; MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, Padova, CEDAM, 2004, 2, 130 ss.

L'operazione di avvicinamento della domanda e dell'offerta del capitale intrapresa potrà così incidere anche su un'ulteriore, peculiare caratteristica del panorama economico nazionale, ovvero la posizione di predominio delle banche nella raccolta del pubblico risparmio e nella conseguente elargizione del credito alle imprese⁽⁶⁾. Un filtro che, sebbene possa essere teoricamente visto quale fattore positivo del sistema finanziario nazionale⁽⁷⁾, apportando una complessiva stabilità grazie ad un giudizio professionale sul rischio di credito, al contrario sembra non di rado aver costituito un « giogo » allo sviluppo delle imprese italiane, soprattutto per quelle aziende non aventi dimensioni sufficienti per sostenere agilmente il confronto contrattuale con il mondo degli istituti di credito.

Un primo riscontro di questa tesi si può ottenere dal semplice raffronto quantitativo dei singoli mercati finanziari regolamentati europei: se può essere un dato scontato rilevare una massiccia presenza di *domestic, not public bonds*⁽⁸⁾ in realtà finanziarie tradizionalmente sviluppate quali la tedesca e la britannica (ove si possono rinvenire rispettivamente 5.639 e 5.652 emissioni), appare al contrario particolarmente stridente il paragone fra i soli 283 titoli circolanti nel nostro Paese ed i dati provenienti dalle più simili economie austriaca e iberica, in cui risultano scambiate rispettivamente 2.386 e 2.361 obbligazioni domestiche emesse da soggetti privati⁽⁹⁾. Questi elementi sembrano dunque evidenziare come in Italia non si sia potuto ancora realmente sviluppare un rapporto diretto fra la domanda e l'offerta di capitale — rapporto che, al contrario, dovrebbe teoricamente essere alla base di ogni solida economia⁽¹⁰⁾ — probabil-

(6) Il fenomeno sembra essersi recentemente acuito, come si rileva a p. 284 della *Relazione annuale della Banca d'Italia per l'anno 2003*: « I prestiti alle imprese, al netto delle partite in sofferenza e dei pronti contro termine, sono cresciuti del 6,3 per cento (4,2 nel 2002). La domanda di credito è stata alimentata soprattutto dal basso livello dei tassi di interesse, nonché dalla riduzione delle fonti interne di finanziamento ». Per un'analisi della struttura finanziaria dei gruppi societari italiani e dei corrispondenti concorrenti esteri, cfr. PINARDI, *Dimensione delle imprese, Basilea II ed emissioni obbligazionarie in Italia*, in *Il mercato italiano dei corporate bond in Italia*, a cura di Pinardi, Milano, Egea, 2003, 3 ss. Per una ricostruzione storico-critica del mercato dei titoli di debito delle imprese e della presenza del mondo bancario in tale campo, cfr. BANFI, DI PASQUALI, *Titoli di debito e riforma del diritto societario: alcune valutazioni critiche*, in *A.G.E.*, 2003, II, 409 ss.; MESSORI, *La separazione fra industria e banca: il punto di vista di un economista*, ivi, 2004, I, 43 ss.; LUCARINI, *La separazione fra industria e banca: il punto di vista di un giurista*, ivi, 2004, I, 63 ss. Per un esame della finalità di « ... "circuire" l'intermediazione bancaria... » nella particolare ipotesi delle emissioni di titoli di debito da parte della s.r.l. v. SPADA, *L'emissione dei titoli di debito nella « nuova » società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, IV, 802 ss.

(7) Cfr. BOCHICCHIO, *Dissesti finanziari e statuto soggettivo degli intermediari: ritorno al passato con vincoli o controlli comportamentali?*, in *Contr. imp.*, 2003, I, 26 ss.

(8) Ovvero obbligazioni di emittenti nazionali privati, sia di tipo *corporate* che *financial*.

(9) Dati rilevati da *Federation of European Securities Exchange* (www.fese.org), aggiornati al mese di ottobre 2004.

(10) Il metro di paragone più ovvio è offerto dall'economia statunitense, ove il fabbi-

mente anche a causa della posizione di predominante intromissione assunta dal mondo bancario nella fase di « smistamento » dei flussi finanziari ⁽¹¹⁾.

Depurando la generica messe di dati appena esposta dalla componente delle emissioni finanziarie pure, si può notare come siano solo ventidue i *corporate bonds* emessi da gruppi italiani quotati, scambiati nei mercati regolamentati nazionali, per un controvalore complessivo di circa 15 miliardi di euro ⁽¹²⁾. Tuttavia, ad una cifra così apparentemente contenuta debbono essere sommati altri 7 miliardi raccolti dalle imprese non finanziarie tramite emissioni non quotate o diffuse fra il pubblico e, soprattutto, altri 61 miliardi raccolti in *bonds* collocati nei mercati esteri ⁽¹³⁾ attraverso la costituzione di apposite controllate, al fine di aggirare i limiti quantitativi imposti dal testo del previgente art. 2410 c.c.

Molte di queste emissioni, caratterizzate spesso dall'assenza di un *rating* e da una scarsa liquidità, frequentemente collocate attraverso *private placements* ad un pubblico di soli investitori istituzionali, sono in buona parte rientrate nei portafogli di numerosi risparmiatori italiani attraverso i varchi offerti dai sistemi di scambio organizzati ex art. 78 t.u.f., gestiti in buona parte dallo stesso mondo bancario nazionale ⁽¹⁴⁾. Le operazioni

sogno di capitale dei gruppi societari multinazionali, nell'anno 2001, è coperto solo per il 9,4% dal debito bancario. Cfr. PINARDI, (nt. 6), 4.

⁽¹¹⁾ Sul problema del « *bancocentrismo* », favorito anche da una normazione avente come punto di riferimento il modello della « *banca universale* », cfr. MINERVINI, *Il controllo del mercato finanziario. L'alluvione delle leggi*, in questa Rivista, 1992, I, 16; SALANITRO, (nt. 5), 554 ss.; FORTUNATO, *I « fallimenti » nel sistema dei controlli sui mercati finanziari (a margine del d.l. sulla tutela del risparmio)*, in *Società*, 2004, 931 ss.; ANNUNZIATA, « *Governance* » delle banche e conflitti d'interessi. Il difficile equilibrio tra disciplina bancaria e dei servizi di investimento, in *A.G.E.*, I, 2004, 177 ss.; GRILLO, *La concorrenza sui mercati finanziari*, in *Banca, impr., soc.*, 2004, 431 ss. A difesa del modello della « *banca universale* » e dei possibili vantaggi dell'esercizio dei servizi di intermediazione finanziaria dai soggetti esercitanti l'attività creditizia, v. BOCHICCHIO, (nt. 7), 26 ss. A favore di un intervento di riforma volto ad una migliore efficienza operativa delle imprese esercitanti l'intermediazione finanziaria, v. VELLA, *Nuove regole di corporate governance e tutela degli investitori*, in *Banca, impr., soc.*, 2004, 468 ss. Per una difficoltà delle aziende ad affrancarsi dal modello del « *relationship banking* » anche a causa delle ridotte dimensioni della maggior parte delle aziende italiane che limita l'accesso al mercato pubblico dei capitali v. STANCA, *Imprese italiane e ricorso al mercato del debito: i corporate bond*, in *Il mercato italiano dei corporate bond in Italia*, a cura di Pinardi, Milano, Egea, 2003, 125 s.

⁽¹²⁾ Precisamente tredici nel mercato *Mot* e nove nel mercato *Euromot*: le cifre comprendono anche i titoli in *default*. Dati contenuti nella *Relazione Consob per l'anno 2003*, Roma, 31 marzo 2004, 30.

⁽¹³⁾ « Sul mercati regolamentati italiani (*Mot* e *Euromot*) è quotato solo il 17 per cento circa delle obbligazioni *corporate* italiane in termini di controvalore e il 9 per cento circa in termini di numero, mentre alla borsa del Lussemburgo è quotato il 72 per cento circa di detti prestiti obbligazionari in termini di controvalore e il 67 per cento circa in termini di numero di emissioni », v. CARDIA, (nt. 3), 29.

⁽¹⁴⁾ Gli S.s.o. trovano regolamentazione nel singolo art. 78 t.u.f. e nel breve testo della delibera Consob n. 14035 del 17 aprile 2003. A differenza dei mercati regolamentati, basati sul principio dell'*order driven*, ovvero sull'incontro diretto fra la domanda e l'offerta di strumenti finanziari, tali sistemi sono caratterizzati dalla necessaria opera dei c.d. *market*

così condotte, oltre ad aver permesso una maggiore raccolta fra il pubblico aggirando i limiti d'emissione imposti dalla passata normativa, hanno portato un ulteriore notevole beneficio agli emittenti, consentendo una redistribuzione del peso delle esposizioni debitorie su un creditore « debole » quale la massa dei risparmiatori, senza passare per gli stretti vincoli informativi e di controllo, posti a garanzia dell'investitore in tema di sollecitazione all'investimento dal t.u.f. e dal reg. Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 ⁽¹⁵⁾.

Parallelamente le medesime manovre finanziarie possono essere risultate particolarmente favorevoli per lo stesso mondo bancario per un duplice ordine di motivi: innanzitutto, nella sua accezione di intermediario finanziario, la c.d. banca universale può aver tratto un utile dall'aver curato l'operazione di collocamento iniziale, nonché dalla successiva negoziazione fra il sottoscrittore professionale ed il risparmiatore ⁽¹⁶⁾. Tuttavia il maggior vantaggio è stato forse ottenuto nell'aver talora utilizzato il *bond* come « valvola di sfogo » delle esposizioni creditorie a rischio, riversando sul pubblico degli investitori-consumatori le possibili sofferenze. Tale obiettivo sembra essere stato raggiunto sia con l'immediata cessione dei titoli a rischio di *default* detenuti, sia, indirettamente, attraverso l'approntamento di prestiti obbligazionari al solo fine di sviare le somme così raccolte fra il pubblico a copertura dei traballanti crediti vantati dai

makers, intermediari professionali che contrattano fra loro per conto dei rispettivi clienti. Data l'importanza del fenomeno (sono 347 gli operatori in S.s.o. operanti in Italia!), la normativa appare piuttosto scarsa e forse eccessivamente sbrigativa: per un'analisi sul punto, v. COSTI, ENRIQUES, (nt. 1), 483 s. Sul ruolo avuto dai « *gatekeepers* », espressione coniata da *Josh Coffee* a margine dell'analisi condotta sul caso *Enron*, e sulle loro eventuali responsabilità, v. ONADO, *I risparmiatori e la Cirio: ovvero, pelati alla meta*, in *Mercato conc. reg.*, 2003, 527 ss.; PARDOLESI, PORTOLANO, (nt. 1), 208; FERRARINI, *Informazione societaria: quale riforma dopo gli scandali?*, in *Banca, impr., soc.*, 2004, 416. Sul problema delle « *selling restrictions* » contenute nel documento dell'offerta di molti *eurobond* e sulla responsabilità degli intermediari che collocano tali strumenti a favore degli intermediari non professionali, v. BOCCICCHIO, *Servizi di investimento e obbligazioni in « selling restriction »: individuazione dei divieti e limiti*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2005, 197 ss.

⁽¹⁵⁾ Cfr. PAGNONI, *Negoziazione e collocamento « riservato » come modelli alternativi di offerta di prodotti finanziari*, in *Società*, 2005, 159; ONADO, (nt. 14), 520 ss. Contrari a tale tesi PARDOLESI, PORTOLANO, (nt. 1), 210 s. Gli aa. individuano nel mancato coordinamento fra il vertice decisionale degli istituti di credito ed il « *salespersonnel* », la causa dell'ampia diffusione delle obbligazioni fra il pubblico dei risparmiatori, ritenendo come nell'attività di *investment banking* « ... il tradimento non paga ». Occorre tuttavia rilevare come la dimensione del fenomeno sia talmente vasta, riguardando la maggior parte degli istituti di credito italiani, che non sembra plausibile una disorganizzazione così ampia e massiccia. Si noti inoltre che un mercato in cui tutti i maggiori soggetti professionali siano dei « traditori » sembra lasciare ben poco margine di manovra all'investitore che voglia premiare un intermediario « leale ».

⁽¹⁶⁾ In tal senso appoggia l'idea della necessaria divisione della figura dell'intermediario collocatore dall'intermediario promotore dell'emissione ABRIANI, *Dal caso Parmalat alle nuove regole a tutela del risparmio*, in *Società*, 2004, 270. Per valutare il peso sempre più rilevante degli utili prodotti dalle operazioni di intermediazione finanziaria nel bilancio degli istituti di credito nazionali, v. MESSORI, (nt. 6), 49 s.

gruppi bancari nei confronti dell'emittente ⁽¹⁷⁾. Il fenomeno descritto pare trovare conferma anche negli studi economici condotti all'indomani delle recenti *débâcles* finanziarie: da queste prime analisi sembra infatti emergere come il ricorso all'indebitamento obbligazionario risulti una prassi conosciuta prevalentemente dalle società con una situazione finanziaria non solida ⁽¹⁸⁾.

Il panorama riassunto rappresenta per sommi capi il contesto sfavorevole in cui le nuove norme in tema di finanziamenti societari si sono trovate ad operare, la stessa realtà che sembra aver indotto il legislatore a rivedere almeno in parte le posizioni assunte nella prima stesura della novella, adattandole alla situazione economica contingente ⁽¹⁹⁾. Per molti aspetti l'opera di ripensamento e correzione normativa intrapresa, volta da una parte alla salvaguardia della realtà produttiva nazionale e, dall'altra, al recupero della fiducia dei risparmiatori, sembra assumere i tratti di una vera « controriforma », caratterizzata dalla presenza di elementi totalmente estranei all'originaria impostazione che non potranno non entrare in conflitto con le premesse recepite nel testo del d. lgs. n. 6 del 2003. Non sembra così essere escludibile il pericolo di veder generate, se non vere e proprie antinomie, perlomeno due distinte ed antitetiche correnti normative. Qualora un valido coordinamento fra le differenti impostazioni non venisse attuato, si correrebbe pertanto non solo il rischio di originare una diffusa confusione ed incertezza nelle menti dei risparmiatori e degli stessi soggetti professionali che saranno chiamati ad utilizzare i nuovi strumenti approntati dalla riforma, ma si potrebbe persino giungere allo spiacevole risultato di disorientare il pensiero dei giudici, ai quali è demandato il compito di completare gli spazi normativi lasciati volutamente indefiniti dal legislatore ⁽²⁰⁾, con l'ulteriore dubbio che, di fronte ad

⁽¹⁷⁾ Cfr. SALANITRO, (nt. 5), 558; FIMMANO, *I gap di informazione e controllo nei crac Cirio e Parmalat e le prospettive di riforma*, in *Società*, 2004, 409. Contrario a tale tesi BOCHICCHIO, (nt. 7), 31 ss.: rileva infatti l'a. che « ... i collegamenti tra attività di intermediazione e l'attività creditizia si rivelano preziosi: l'attività creditizia è un'attività svolta dalla banca e quindi l'attività di allocazione tra il pubblico dei risparmiatori di titoli emessi da soggetti affidati trova analoghi ed immediati indici di diligenza o negligenza... ». L'a. contrappone tale controllo di tipo sostanziale alla verifica degli adempimenti formali legati al compimento dei servizi finanziari, che restano « ... legati ad un'ottica di tutela dei clienti ad un tempo formalistica e corporativa di "consumerism"... ». Per uno studio sulle prospettive aperte dalla riforma del risparmio sul punto, v. LUCARINI, (nt. 6), 70 ss.

⁽¹⁸⁾ V. BARUCCI, *Sull'emissione di corporate bond in Italia: efficienza, casualità o imprudenza?*, in *Giornata di studio sui corporate bonds*, Verona, 2 luglio 2004. L'a. ha potuto dimostrare, attraverso una prima rilevazione statistica, come la tendenza italiana al ricorso allo strumento obbligazionario sia fenomeno riguardante le aziende « ... caratterizzate da dimensione elevata, ma sono anche caratterizzate da condizioni finanziarie critiche, sono più indebitate ed hanno un minore grado di immobilizzazioni ». Ulteriormente cfr. ONADO, (nt. 14), 517 ss.

⁽¹⁹⁾ Sul problema della concreta applicabilità delle innovazioni introdotte dal riformatore in tema di finanziamento delle imprese, cfr. FIMMANO, (nt. 17), 401 s.

⁽²⁰⁾ È la rinascita dello *ius mercatorum* a fronte dell'« ... inettitudine della legge alla

un simile scenario, la giurisprudenza opta per una lettura restrittiva, riducendo notevolmente il campo d'azione della neonata riforma.

2. Il nuovo quadro dei limiti all'emissione di obbligazioni. — Una norma emblematica per l'analisi dei problemi appena esposti è certamente rappresentata dal nuovo art. 2412 c.c. La riveduta disposizione, che conserva a prima vista la medesima struttura dell'abrogato art. 2410 c.c., stabilendo un generale limite quantitativo alle emissioni di titoli obbligazionari ed una serie di previsioni eccezionali, si distacca tuttavia nella sostanza dal precedente testo, adottando soluzioni destinate a soddisfare le esigenze finanziarie manifestate dal mondo societario nazionale in precedenza accennate.

La nuova impostazione può essere colta già dalla lettura del riveduto limite generale d'emissione, che risulta notevolmente ampliato grazie alla variazione, aritmetica quanto qualitativa, apportata alla soglia di calcolo dell'ammontare obbligazionario: si è così passati dalla rigida indicazione del solo capitale versato ed esistente al nuovo confine del doppio del capitale sociale (già versato o in attesa di conferimento), delle riserve legali e disponibili⁽²¹⁾. La soluzione adottata, caratterizzata da un deciso *favor debitoris* ⁽²²⁾, ha il duplice positivo effetto pratico di accrescere la raccolta

innovazione giuridica...»: v. GALGANO, *Lex Mercatoria*, Bologna, Il Mulino, 2001, 234. Sembra in tal modo affermarsi l'idea della « legge non legislativa » che caratterizza il pensiero liberale: v. LEONI, *La libertà e la legge*, Macerata, Liberilibri, 1995, 27. Cfr. CAVAZZUTI, *La trasparenza dei mercati finanziari*, in *Banca, impr., soc.*, 2004, 429 s.

⁽²¹⁾ Si noti che il legislatore trascurava inespugnabilmente le riserve indisponibili: tale scelta risulta di difficile comprensione. Cfr. NOTARI, (nt. 5), 555; BIANCHI, GIANNELLI, *Riforma del diritto societario e corporate bond*, in *Il mercato italiano dei corporate bond in Italia*, a cura di Pinardi, Milano, Egea, 2003, 50. La norma riprende la formula del riferimento all'ultimo bilancio approvato, specificando tuttavia che il rispetto del limite sia oggetto di attestazione da parte dei sindaci: la soluzione sembra risolvere i dubbi emersi dalla disciplina precedente circa le possibili perdite accusabili durante l'anno d'esercizio sociale. Appare evidente che in tal caso sarà compito dei sindaci promuovere l'eventuale redazione di un bilancio infraannuale che rispecchi il reale quadro finanziario della società. Per uno sguardo sulla dottrina emersa in passato sul punto cfr. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Torino, UTET, 1988, 400 ss.

⁽²²⁾ Il nuovo atteggiamento legislativo si rinviene anche nel nuovo testo dell'art. 2410 c.c., che ufficialmente introduce nel nostro ordinamento la possibilità di emettere obbligazioni subordinate o indicizzate all'andamento dell'impresa societaria. Quest'ultima ipotesi, espressamente prevista per il solo pagamento degli interessi, potrebbe forse essere interpretata estensivamente anche per quanto riguarda il rimborso del capitale. Netamente contrari a tale idea GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da Galgano, Padova, CEDAM, 2003, 358, e SARALE, *Azioni, obbligazioni e altri strumenti finanziari*, relazione tenuta al *Workshop di diritto societario*, Torino, 20 ottobre 2003, 13. La tesi negativa si basa sull'osservazione che l'indicizzazione del capitale comporta l'impossibilità di fissare preventivamente il valore effettivo del rimborso e conseguentemente rende incerta ogni verifica sul rispetto dei limiti di emissione (nei casi in cui tali limiti ancora sussistano). Obietta tuttavia la dottrina possibilista che questi ultimi sono da riferirsi al momento dell'emissione e non a quello del rimborso e che quindi debbano trovare applicazione solo nel momento iniziale della vita dell'obbligazione. Inoltre non si può negare come la tradizionale tutela degli obbligazionisti, accordata dai limiti di

diretta del capitale da parte dell'impresa collettiva e di serbare, al contempo, un'apparente minima soglia di tranquillità nella mente dell'investitore, quest'ultimo vedendo comunque confermato un ammontare massimo al capitale obbligazionario emettibile ⁽²³⁾.

Come per il passato, la garanzia rimane comunque piuttosto fittizia non potendo trovare alcun coordinamento con inesistenti limiti agli ulteriori canali di finanziamento, *in primis* al flusso bancario. Ciò sembra confermare la validità della tesi che individua la giustificazione delle barriere all'emissione nel solo mantenimento di un rapporto razionale fra il capitale di rischio ed il capitale di credito variamente acquisito ⁽²⁴⁾, demandando la valutazione della eventuale eccessiva esposizione debitoria al giudizio del mercato ⁽²⁵⁾: più precisamente, in base ai cambiamenti posti dalla riforma, alla stima di tutti gli investitori qualora i limiti vengano rispettati, od alla capacità critica dei soli soggetti professionali sottoposti a vigilanza prudenziale ⁽²⁶⁾ nell'ipotesi in cui la società decida di emettere

emissione, sia certamente diminuita a causa delle novità introdotte dalla riforma nell'art. 2412 c.c. Risulta così evidente come attraverso la riforma si sia voluto favorire la raccolta dei finanziamenti societari, sacrificando in buona parte la sicurezza dei risparmiatori (seppur prevedendo meccanismi di garanzia indiretti quali il controllo del mercato o l'obbligo di garanzia del collocatore istituzionale). Le nuove previsioni contenute nel nuovo art. 2411 c.c., che addossano un maggior rischio agli obbligazionisti, sembrano confermare tale impostazione normativa: l'idea di riequilibrare il rischio dell'attività di impresa fra azionisti e obbligazionisti porta a concludere che il valore oggetto di indicizzazione debba essere il capitale emesso e non quello rimborsato, poiché è il primo che rappresenta ciò che realmente la società riceve in prestito. Infine non si può escludere che la mancata previsione di un esplicito divieto consentirà a molte società italiane di emettere questo genere di obbligazioni, già ampiamente conosciuto all'estero ed in parte nel fenomeno delle obbligazioni bancarie c.d. strutturate, poiché esso risulta nella pratica estremamente vantaggioso e, in assenza di limiti d'emissione almeno per le s.p.a. quotate, perfettamente legale. Sul punto cfr. CAMPOBASSO, (nt. 21), 403 s.; PERUGINO, (nt. 5), 945; LAMANDINI, (nt. 5), 530. L'ultimo A. sostiene la tesi positiva citando la prassi dei *bond* irredimibili. Tale categoria di obbligazioni non sembra tuttavia costituire un esempio di titolo caratterizzato dall'essere automaticamente sottoposto all'andamento dell'impresa societaria: al contrario, la sua peculiarità pare consistere solamente nell'avere una durata eguale a quella della società. A verifica di quest'ultima tesi può essere utile riferirsi all'ipotesi di una società posta in liquidazione: sembra infatti apparire evidente come le obbligazioni irredimibili non potranno essere considerate alla stessa stregua delle azioni, essendo le prime destinate a trovare una diversa collocazione nel riparto dell'eventuale attivo societario residuo, in forza della loro differente natura di debiti societari.

⁽²³⁾ Sul problema dell'applicabilità dei limiti anche agli altri strumenti finanziari introdotti dalla riforma cfr. CORSI, (nt. 5), 420; CARRARO, (nt. 5), 104. A favore di un calcolo comune del limite con l'ammontare obbligazionario eventualmente ammesso v. AUDINO, *Commento agli artt. 2411 e 2412, in Il nuovo diritto delle società*, diretto da Maffei Alberti, Padova, CEDAM, 2005, 1234 s. e 1246.

⁽²⁴⁾ Cfr. CAMPOBASSO, (nt. 21), 396 ss.; FERRI, (nt. 4), 530; SAGGIO, *Commento all'art. 2412, in La riforma del diritto societario*, a cura di Lo Cascio, Milano, Giuffrè, 2003, 12; GALGANO, (nt. 22), 392 in nota.

⁽²⁵⁾ Sui recenti « fallimenti del mercato » avutisi nei noti *cracks* finanziari v. RORDORF, (nt. 1), 569 s. Sul ruolo dei nuovi limiti a riguardo cfr. NOTARI, *Problemi aperti in tema di struttura finanziaria della s.p.a.*, in *Società*, 2005, 7.

⁽²⁶⁾ Per espressa previsione contenuta nella relazione finale al d. lgs. n. 6 del 2003 tali soggetti saranno individuati applicando i criteri contenuti nel § 7 dell'art. 11 del l.u.b., così come completati dalla Delibera CICR del 3 marzo 1994: per un'analisi della norma v.

300/1

oltre la soglia del doppio del capitale e delle riserve. Su questi ultimi soggetti, per la loro specifica preparazione e per il possibile miglior accesso ai canali informativi, ricadrà anche l'obbligo di garantire la solvibilità dell'emittente, qualora i titoli così sottoscritti vengano ceduti ai risparmiatori od alle imprese non puramente finanziarie ⁽²⁷⁾.

Tale eccezione al limite, contenuta nella parte finale del 2° comma dell'attuale art. 2412 c.c., lascia spazio a numerosi dubbi: se risulta infatti evidente il desiderio del legislatore di lasciare al mercato il giudizio sulla solvibilità del debito, tuttavia non si comprende come questo meccanismo di autocontrollo, basato sulla garanzia del soggetto professionale, possa trovare concreta attuazione ⁽²⁸⁾. Innanzitutto occorre rilevare come non sia scontata la natura stessa di tale obbligo: a tal proposito non appare risolutivo il rinvio condotto da una parte della dottrina alla garanzia fissata dall'art. 1267 c.c. ⁽²⁹⁾. Il testo dell'art. 2412 c.c. indica infatti la sola copertura del capitale e degli interessi, non comprendendo esplicitamente anche le spese della cessione (o meglio negoziazione) e quelle sostenute per l'escussione del debitore, né tantomeno espone l'intermediario al risarcimento del danno; inoltre la garanzia non gode della limitazione del quanto ottenuto ed opera esclusivamente per legge, mentre la formula contenuta nell'art. 1267 c.c. comprende ipotesi di garanzia sia volontaria quanto obbligatoria. Per queste ragioni appare lecito ritenere che la norma rappresenti un istituto totalmente nuovo al nostro ordinamento ⁽³⁰⁾.

TROIANO, *Commento all'art. 11, in Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione, Padova, CEDAM, 2001, 94 ss. Ampia dottrina suggerisce debba considerarsi applicabile la lista di soggetti contenuta nell'art. 31 del reg. Consob n. 11522 del 1998: tuttavia l'insieme sembra indicare la più ampia categoria degli « operatori qualificati », mentre l'art. 2412 c.c. richiama espressamente la sola categoria dei soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale. Sul punto cfr. SARALE, *Commento all'art. 2412, in Il nuovo diritto societario*, a cura di Cottino, Bonfante, Cagnasso e Montalenti, Bologna, Zanichelli, 2004, 1268; DI SABATO, (nt. 5), 27 s.; SPADA, (nt. 6), 805; CARRARO, (nt. 5), 108; GALGANO, (nt. 22), 390.

⁽²⁷⁾ Interessante potrà essere il problema della valutazione del rating conseguente: si pensi, ad esempio, ad un'emissione di un *high yield bond*, sottoscritto da un intermediario che vanti un giudizio di *investment grade*. A prescindere dal conseguente peso sul bilancio dell'intermediario che la garanzia potrà portare, l'emissione potrebbe in tal modo beneficiare del maggior credito goduto dal soggetto professionale che dovrà garantirne la solvibilità. In tema di assenza di una disciplina sulla diffusa pratica del rating all'interno della riforma cfr. BIANCHI, GIANNELLI, (nt. 21), 75 ss., e SARALE, (nt. 26), 1272.

⁽²⁸⁾ Considerazioni analoghe possono essere svolte riguardo i nuovi titoli di debito della s.r.l. previsti dal nuovo art. 2483 c.c. Questi ultimi, forse in omaggio al divieto posto dall'ormai abrogato art. 2486 c.c., sono tenuti distinti dalle obbligazioni, sebbene fra le due discipline emergano numerosi punti di contatto. Sul punto v. DI SABATO, (nt. 5), 29; sul collegato tema della loro possibile partecipatività all'andamento dell'impresa societaria, al pari di quanto stabilito dalla riforma per le obbligazioni, cfr. PERRINO, *La nuova s.r.l. nella riforma della società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2002, 1129 s.; D'AMBROSIO, *I titoli di debito nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Società*, 2003, 1343; SPADA, (nt. 6), 806. Sul collegato tema della assunzione di garanzia dell'intermediario nell'ottica di un consorzio di collocamento, v. BANFI, DI PASQUALI, (nt. 6), 417 ss.

⁽²⁹⁾ Cfr. SARALE, (nt. 26), 1269; per una lettura contraria nell'analisi del parallelo fenomeno dei titoli di debito v. SPADA, (nt. 6), 807.

⁽³⁰⁾ Sul punto cfr. CARRARO, (nt. 5), 116 ss.

301/I

Si potrebbe comunque azzardare un certo parallelismo del rapporto intercorrente tra la società emittente, il sottoscrittore e l'investitore non professionale, e quello che si instaura a seguito dell'emissione di un vaglia cambiario, rispettivamente fra il promittente, il girante ed il portatore. In entrambi i casi l'adempimento della prestazione cartolare trova un obbligato principale ed uno indiretto per disposizione di legge, inoltre la garanzia risulta coprire interamente il valore nominale del titolo. La sola differenza rilevabile sembra emergere dalla distinta responsabilità dei « giranti » dell'obbligazione, gravando tale onere unicamente sui soggetti ai quali la legge impone espressamente questo vincolo.

Collegato a questa ipotesi emerge il problema applicativo della ricostruzione probatoria dei passaggi di proprietà subiti dall'obbligazione, stante l'assenza di una circolazione all'ordine al pari delle cambiali⁽³¹⁾. Appare dunque evidente che i titoli garantiti dal sottoscrittore prudenzialmente vigilato possano trovare un valido trasferimento esclusivamente sotto forma di titoli nominativi, anche in assenza di una specifica limitazione imposta dal legislatore. Unica possibile variante si potrà avere nell'eventuale girata autenticata da agente di cambio ai sensi dell'art. 2023 c.c.⁽³²⁾.

Da un punto di vista strettamente quantitativo non è chiaro se la garanzia imposta dal 2° comma dell'art. 2412 c.c. debba coprire l'intero valore d'emissione o la sola parte eccedente il limite dato dal doppio del capitale e delle riserve. La prima ipotesi sembra la più credibile, se non altro perché la sua adozione evita la creazione di titoli di una stessa partita aventi un differente contenuto sostanziale⁽³³⁾.

⁽³¹⁾ Cfr. BIANCHI, GIANNELLI, (nt. 21), 63. Gli aa. suggeriscono un onere di inversione della prova a carico del soggetto professionale, pur facendo notare che « nel silenzio della legge, tuttavia, questa interpretazione rigorosa [...] potrebbe incontrare diverse critiche ». Sul punto v. SARALE, *Commento all'art. 2414-bis*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di Cottino, Bonfante, Cagnasso e Montalenti, Bologna, Zanichelli, 2004, 1278 s. L'A. appoggia la tesi della necessaria circolazione in forma nominativa sia dei titoli avallati dall'intermediario, sia dei titoli garantiti da ipoteca: rileva tuttavia che rimangono aperti i problemi circa l'assenza di una disciplina specifica, in quanto la riforma non ha provveduto ad una modifica del testo del 3° comma dell'art. 2831 c.c. Per un esame approfondito in tema di leggi di circolazione dei titoli di credito contenuti nella riforma societaria, v. CARRARO, (nt. 5), 67 ss.

⁽³²⁾ Cfr. CARRARO, (nt. 5), 133 ss. L'A. verifica l'applicabilità ai titoli non dematerializzati della legge di circolazione fissata dall'art. 2023 c.c., nonché della possibilità di un trasferimento mediante rilascio di un nuovo titolo ex art. 2022 c.c. In entrambe le ipotesi si rileva come vi sia l'effettivo rischio di una perdita dell'azione di regresso nei confronti degli investitori professionali: nel primo caso ciò si potrebbe verificare a causa dell'assenza dell'obbligo della società di iscrivere i precedenti possessori del titolo, nel secondo nella sostituzione e nella distruzione del vecchio titolo contenente le precedenti annotazioni. Occorre tuttavia rilevare come l'interesse alla trascrizione nel titolo dei successivi prenditori professionali non appartenga solamente all'obbligazionista, ma al contrario sia decisamente condivisa anche dall'emittente: appare evidente infatti che nell'ipotesi di una mancata iscrizione degli eventuali garanti derivi teoricamente un danno per la stessa s.p.a., che vedrà ridursi in tal modo la propria credibilità finanziaria.

⁽³³⁾ Sul simile problema di una copertura parziale offerta da una garanzia ipotecaria,

Rimane senza una risposta certa anche l'ipotesi di una estensione qualitativa dell'obbligo gravante sul sottoscrittore: in particolare non è dato sapere se il primo obbligazionista resterà vincolato nei confronti dei soli, ulteriori prenditori non professionali o tale dovere dovrà essere esteso anche a favore dei soggetti professionali non vigilati, appoggiando una lettura strettamente letterale dell'ultimo periodo del 2° comma dell'art. 2412 c.c. La logica vorrebbe una garanzia limitata ai soli soggetti deboli e perciò meritevoli di tutela e, come necessaria conseguenza, sembra giustificata l'idea che il successivo passaggio di proprietà del titolo a favore di un soggetto professionale, anche non vigilato, dovrebbe portare alla liberazione del primo sottoscrittore. Tale lettura sembra tuttavia scontrarsi con la realtà: già nel passato, infatti, la natura di « operatore qualificato » non ha messo al riparo molti imprenditori non esercitanti un'attività puramente finanziaria dall'essere incappati in malaugurate speculazioni, scaturite soprattutto nel settore degli strumenti derivati ⁽³⁴⁾.

In aggiunta a questo primo ordine di problemi, ulteriori dubbi emergono circa l'effettiva applicabilità delle norme alla luce della normale prassi operativa della società: si pensi ad esempio all'ipotesi di un'emissione *ultra limitem* che rientri successivamente al di sotto della soglia fissata per una riduzione dell'esposizione debitoria (oppure per un accrescimento del capitale o delle riserve). Nel silenzio della legge è incerto se la garanzia in questione sia destinata a permanere, oppure se più probabilmente decada. Qualora prevalesse l'ultima tesi, sorgerebbe un ulteriore quesito legato all'ipotesi di un successivo aggravamento dell'esposizione debitoria, che venisse nuovamente ad eccedere il limite del doppio del capitale e delle riserve: non è chiaro infatti se in questo caso l'obbligo decaduto debba rivivere nei confronti del primo sottoscrittore e degli altri successivi prenditori prudenzialmente vigilati.

Ulteriori interrogativi sono legati alla diffusa pratica societaria dell'allungamento del debito obbligazionario: si pensi al caso di una s.p.a. che rimborsi l'emissione in scadenza con il capitale raccolto dall'emissione di nuovi titoli, eccedendo così solo temporaneamente il limite del doppio del capitale e delle riserve: il breve arco di tempo in cui la società risulterà sovraesposta potrebbe giustificare un onere così gravoso per l'intermediario a cui sarà demandato il compito di curare tale operazione di rifinanziamento del debito? Risulta evidente che la risposta definitiva a questi interrogativi potrà essere data solo dall'indirizzo interpretativo che la giuri-

cfr. Trib. Milano, 5 maggio 1997 (decr.), e App. Milano, 27 giugno 1997 (decr.), entrambe con nota di BERNABAI, in *Società*, 1998, 51 ss.

⁽³⁴⁾ Appoggia l'idea della garanzia posta a favore del solo primo sottoscrittore AUDINO, (nt. 23), 1256 s. Sul punto v. il terzo paragrafo dell'« Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati » di ROSATI, audizione davanti la VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati, Roma, 12 gennaio 2005.

sprudenza sarà chiamata necessariamente ad assumere sul punto. In tal senso, a fronte dei massicci *cracks* finanziari occorsi, non sembra errato richiamare l'accennata possibilità che i giudici optino per una lettura restrittiva, preferendo salvaguardare la sicurezza dei risparmiatori a discapito degli interessi delle società e, di riflesso, degli intermediari.

Accanto alla inedita ipotesi dell'emissione « avallata » dall'intermediario, la riforma conferma la previgente eccezione al limite basata sulla garanzia immobiliare, ora contenuta nel 3° comma dell'art. 2412 c.c. In particolare viene previsto che la società possa emettere oltre il limite generale fissato dal doppio delle riserve e del capitale, in presenza di un'ipoteca di primo grado iscritta su immobili di proprietà sociale per i due terzi del valore (nel silenzio della legge si presume al valore della stima riportata in bilancio) ⁽³⁵⁾. L'impostazione cumulativa così adottata dal legislatore recepisce quella che si era già andata affermando in dottrina nel silenzio normativo del vecchio art. 2410 c.c. ⁽³⁶⁾.

L'intervento del legislatore non ha tuttavia chiarito la questione, già sollevata nell'analisi del previgente art. 2412 c.c., riguardante i casi di riduzione obbligatoria del capitale, ora previsti dall'art. 2413 c.c. ⁽³⁷⁾: la riforma infatti non contempla il caso di una perdita sopravvenuta del valore dell'immobile gravato dal vincolo, in particolare qualora essa superi il terzo di valore fissato dal legislatore quale margine di sicurezza a favore dei creditori sociali. Permane in tal modo il rischio di lasciare senza un'ef-

⁽³⁵⁾ Risulta comunemente esclusa l'interpretazione estensiva della norma che aggiunga la possibilità di un terzo garante datore di ipoteca, ipotesi particolarmente rilevante per i gruppi societari. Per un'analisi della diffusa pratica internazionale del *trust* che detenga i titoli rappresentativi un patrimonio immobiliare in pegno a favore dei creditori sociali, cfr. INZITARI, (nt. 5), 197 ss.

⁽³⁶⁾ Per una lettura favorevole alla visione cumulativa dell'abrogato punto 1 del 2° comma dell'art. 2410 c.c., v. CAMPOBASSO, (nt. 21), 405. A sostegno dell'attuale tesi v. SARALE, (nt. 26), 1269 s. Per una lettura contraria cfr. GALGANO, (nt. 22), 391 ss. L'a. afferma che tali garanzie: « ... appaiono concepite fra loro alternative: la società può garantire il prestito obbligazionario o con il capitale e le riserve (garanzia generica) o con ipoteca sugli immobili delle società (garanzia specifica). L'ipotesi *sub c)* [la garanzia immobiliare] è prefigurata per quelle società che, avendo un patrimonio prevalentemente costituito da immobili, possono offrire agli obbligazionisti una garanzia ipotecaria altrettanto idonea quanto la garanzia del capitale versato ed esistente... ». Tale lettura sembra stridere con il testo del 3° comma dell'art. 2412 c.c. per cui « ... non è soggetta al limite di cui al 1° comma, e non rientra nel calcolo ai fini del medesimo, l'emissione di obbligazioni garantite da ipoteca di primo grado ». Lo stesso A. sottolinea inoltre come nell'unica esplicita esclusione dall'applicazione del solo 1° comma, si possa leggere una riserva di sottoscrizione di tali titoli operante a favore dei soli investitori istituzionali.

⁽³⁷⁾ Per uno sguardo sull'ormai superato problema della riduzione diretta del capitale obbligazionario emesso e dell'opposta tesi del mantenimento di una necessaria proporzionalità fra l'ammontare obbligazionario ed il capitale sociale, questione risolta dalla attuale normativa con l'adozione della prima tesi, cfr. CAMPOBASSO, (nt. 21), 436; FERRARA, CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, Giuffrè, 1987, 587. Per il problema di un superamento del limite dovuto ad un'operazione di fusione (ad esempio per incorporazione di una società totalmente controllata) e per una applicazione estensiva dei rimedi indicati dall'art. 2413 c.c. anche a queste ipotesi, v. FERRO-LUZZI, CHIAPPETTA, *Fusione e prestiti obbligazionari di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2005, 139 ss.

ficace forma di tutela i detentori di *bonds* garantiti da un'ipoteca, contrariamente a quanto previsto a favore degli obbligazionisti che individuano unicamente nel capitale e nelle riserve la solvibilità del proprio credito.

La maggior distonia fra gli obbiettivi fissati dal riformatore e la realtà negativa in cui la novella si è trovata ad operare si coglie tuttavia all'interno della terza ampia eccezione introdotta dalla riforma al limite generale fissato dal nuovo art. 2412 c.c. Nel 4° comma il legislatore dispone infatti che le emissioni possano superare la soglia normalmente prevista qualora queste siano realizzate da una società quotata ed i titoli destinati ad essere scambiati nei mercati regolamentati. La garanzia del mercato in questo caso risiede nei corposi strumenti informativi messi a disposizione dal t.u.f. a favore degli investitori ⁽³⁸⁾, oltre che dall'esame condotto dalla Banca d'Italia in base al dettato dell'art. 129 t.u.b. ⁽³⁹⁾. È forse questo il punto in cui si avverte maggiormente la distonia fra la volontà del legislatore e la realtà negativa in cui la riforma si è trovata costretta ad operare:

⁽³⁸⁾ Non lascia dubbi al riguardo il commento contenuto al § 7 della relazione finale al d. lgs. n. 6 del 2003: « Per le società, invece, le cui azioni sono negoziate in mercati regolamentati, esistendo il controllo del mercato, si è ritenuto di non stabilire alcun limite, a condizione, ovviamente, che destinate alla quotazione siano anche le obbligazioni ». Per una lettura critica cfr. RORDORF, (nt. 1), 567 ss. Per una visione a favore della più totale liberalizzazione nel settore dei finanziamenti d'impresa ENRIQUES, MACEY, (nt. 1), 78 ss.; *contra* DE NOZZA, (nt. 1), 585 ss.

⁽³⁹⁾ Le norme hanno dimostrato di essere relativamente poco efficaci nell'assicurare una effettiva vigilanza sul reale stato di salute finanziaria delle società, risultando al contempo eccessivamente onerose, in particolare a causa dei tempi necessari per la redazione della corposa documentazione richiesta e per l'esame della stessa. Per questi motivi il mercato dei capitali italiano è stato spesso escluso nelle *initial public offerings* condotte da primari emittenti esteri, con grave detrimento soprattutto degli investitori professionali nazionali che non hanno potuto sottoscrivere gli strumenti esteri. Consapevoli del fenomeno sia la Consob, sia la Banca d'Italia hanno provveduto ad una revisione delle rispettive discipline. In particolare l'Istituto centrale ha rivisto con circolare del 24 ottobre 2005, n. 977215, i criteri applicativi dell'art. 129 t.u.b.: *in primis* si è alzato notevolmente l'importo minimo del prestito al di sopra del quale vi è l'obbligo di esame, portandolo da cinquanta milioni di euro a due miliardi di euro per le emissioni non scambiate in mercati regolamentati ed a quattro miliardi di euro per i titoli quotati. Inoltre è stata ampliata la lista degli strumenti finanziari sottratti alla verifica, inserendo, fra l'altro, i « *cover bond* » del tipo « *plan vanilla* », le obbligazioni indicizzate all'inflazione ed i simili « *TARN bond* ». Sulla passata prassi applicativa dell'art. 129 t.u.b. v. CAPRIGLIONE, TROIANO, *Commento all'art. 129*, in *Commentario al testo unico in materia bancaria e creditizia*, II, a cura di Capriglione, Padova, CEDAM, 2000, 982 ss.; PAGNONI, (nt. 15), 160. In tema di emissione di titoli in soprannumero nell'ottica della verifica ex art. 129 t.u.b. v. CARRARO, (nt. 5), 96 ss. Sul punto cfr. SPADA, (nt. 6), 808 s. L'a. suggerisce l'idea che la normativa non dovrebbe trovare applicazione per gli emittenti, nel caso specifico le s.r.l. (non dissimili considerazioni possono forse essere allargate anche alle obbligazioni emesse *ultra limitem* dalle s.p.a. non quotate nei mercati regolamentati), i cui titoli siano destinati *ex lege* ad un pubblico di investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale, se non producendo un sicuro discapito della raccolta finanziaria stessa. L'onere non decadrebbe *tout court*, suggerisce l'a., ma dovrebbe al contrario essere posto in capo ai sottoscrittori che trasferiscano successivamente i titoli al pubblico dei risparmiatori. Si deve tuttavia rilevare come rimanga apparentemente irrisolta la questione di come un soggetto terzo possa fornire prontamente la considerevole mole di informazioni che solo l'emittente può comunicare alla Banca d'Italia e, soprattutto, alla Consob, in sede di adempimenti preliminari all'eventuale sollecitazione all'investimento.

la scelta di affidare tale controllo alla imparzialità ed equidistanza degli intermediari nonché alla preparazione degli investitori, la cui competenza si è rivelata normalmente superficiale nei soggetti non professionali, potrebbe risultare una mera illusione alla luce dei recenti drammatici avvenimenti ⁽⁴⁰⁾.

Non si può tuttavia ignorare come l'impostazione adottata dal legislatore ricalchi in buona parte gli schemi normativi operanti nella maggior parte delle principali piazze finanziarie straniere, le stesse che hanno accolto nel passato molte emissioni appartenenti a società italiane « di comodo », ivi costituite principalmente al fine di aggirare lo stretto limite d'emissione fissato in Italia. Tale rilievo rende evidente che il difficile equilibrio fra le esigenze finanziarie delle società e la tutela dei risparmiatori non potrà essere ricercato nella sola aprioristica imposizione di un limite quantitativo al ricorso allo strumento obbligazionario. Questo limite è stato compreso dal legislatore ed è stato tenuto presente nella stesura del d. lgs. n. 310 del 2004, ultimo intervento correttivo concesso dalla legge delega, l'oggetto di indagine del prossimo paragrafo.

3. *L'esigenza della tutela del risparmio nell'ambito della riforma del diritto societario.* — Al pari di quanto previsto dal precedente d. lgs. n. 37 del 2004, anche l'ultima modificazione apportata al testo originariamente emendato non sembra rappresentare una mera correzione formale, tradendo l'opposta natura di misura d'emergenza volta al contenimento dei pregiudizi causati dallo sfavorevole periodo economico in cui la riforma ha trovato attuazione. Se, come si potrà vedere in seguito, il decreto emanato nel febbraio del 2004 opera un teorico tentativo di contenimento della iniziale portata riformatrice del d. lgs. n. 6 del 2003, giustificando nella perdita della competitività produttiva nazionale un possibile neo-interventismo pubblico nel settore dei finanziamenti delle imprese partecipate pubblicamente, il d. lgs. n. 310 del 2004 risulta al contrario indirizzato ad affrontare l'altro problema emerso quasi parallelamente all'entrata in vigore della riforma, ovvero la necessità di una più incisiva tutela dell'investitore non professionale ⁽⁴¹⁾.

A tal proposito il legislatore introduce attraverso l'art. 15 del decreto un nuovo comma finale all'art. 2412 c.c., che solo in parte serba una coerenza logica con il precedente dettato, figurando più come un rimedio parziale alle more in cui è incappato il d.d.l. sulla tutela del risparmio ⁽⁴²⁾.

⁽⁴⁰⁾ Cfr. MONTALENTI, (nt. 5), 135; PARDOLESI, PORTOLANO, (nt. 1), 195.

⁽⁴¹⁾ Sul tema dell'assenza della tutela del risparmio all'interno della prima stesura della riforma del diritto societario v. BIANCHI, GIANNELLI, (nt. 21), 74 ss.

⁽⁴²⁾ Il d.d.l. sulla tutela del risparmio, n. C2436-A, nella versione unificata licenziata l'11 febbraio 2005, contiene all'art. 11 una disposizione che prevede l'inserimento nell'art. 2412 c.c. di un ulteriore comma, il cui significato sembra espandere la portata del settimo,

La nuova disposizione estende infatti l'applicabilità della disciplina dei limiti d'emissione anche alle obbligazioni emesse all'estero da società italiane, da loro controllate o controllanti, i cui titoli risultino scambiati nel mercato dei capitali italiano. L'attuazione di tale espansione operativa è destinata a trovare specificazione in un apposito regolamento interministeriale che dovrà essere adottato d'intesa fra il Ministero dell'economia e delle finanze ed il Ministero della giustizia su proposta dalla Consob. Si prevede inoltre che la negoziazione dei *bonds* esteri, operata a favore di soggetti non professionali, comporti l'obbligo per l'intermediario di consegnare preventivamente uno specifico prospetto informativo, pena la nullità dell'operazione stessa ⁽⁴³⁾.

Nelle tre ipotesi di emissione introdotte dalla novella il tema comune è dato dall'iniziale collocamento estero delle obbligazioni, nonché da un successivo passaggio di proprietà dei titoli che li conduca all'interno del mercato nazionale. Così strutturata la norma appare chiaramente indirizzata a contrastare il fenomeno dei *private placements* realizzati dalle società-veicolo estere e della trattazione dei titoli principalmente attraverso i sistemi di scambio regolati dall'art. 78 t.u.f. ⁽⁴⁴⁾, con la conseguente ridistribuzione degli stessi nei portafogli di investimento di molti risparmiatori italiani, più o meno inconsapevoli.

La ridefinizione in chiave espansiva dei limiti posti dell'art. 2412 c.c. ed il recepimento della direttiva 2003/71/CE ⁽⁴⁵⁾, dedicata alla disciplina del nuovo prospetto informativo europeo, sembrano deterrenti già più che sufficienti per relegare tale diffusa prassi al passato: la norma introdotta dal d. lgs. n. 310 del 2004 può essere considerata quindi come un disincentivo definitivo a questa pericolosa pratica finanziaria, conservando un valore applicativo per le sole emissioni extracomunitarie.

Deve comunque essere rilevato come la forse troppo ampia formula

allargando l'obbligo della consegna del prospetto a tutte le negoziazioni fra soggetti professionali e non professionali.

⁽⁴³⁾ Pur mancando una esplicita previsione nel nuovo 7° comma sembra logico individuare la collocazione temporale dell'esecuzione della consegna nella fase precontrattuale, data la necessità di una informazione quanto più completa ed esauriente a favore del soggetto non professionale che preceda la conclusione dell'operazione di acquisto dei titoli, così come previsto dal 2° comma dell'art. 29 del Reg. Emittenti. Sulle possibili responsabilità dell'intermediario in tema di prospetto informativo, cfr. Cass., 17 novembre 2003, n. 17368, con nota di AFFERNI, *Responsabilità dell'intermediario per omessa pubblicazione del prospetto informativo*, in *Danno resp.*, 2004, 847 ss.; Trib. Milano, 11 gennaio 1988, con nota di FERRARINI, in questa *Rivista*, 1988, II, 585 ss.; App. Milano, 2 febbraio 1990, con nota di ARIETTI, « *Culpa in contrahendo* » e responsabilità da prospetto, in *Giur. it.*, 1992, 49 ss.; PARALUPI, *Responsabilità civile da prospetto: informazione e danno ingiusto*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, 565 ss.

⁽⁴⁴⁾ Cfr. F. FIMMANO, (nt. 17), 404 s. Sul tema della mancanza di un mercato secondario per tali strumenti e sulle sue cause, v. BANFI, DI PASQUALI, (nt. 6), 414 ss.

⁽⁴⁵⁾ La direttiva dovrà essere recepita entro il breve termine del primo luglio 2005. Per un'analisi dei motivi dell'introduzione del prospetto informativo europeo v. MEGLIANI, (nt. 1), 698 ss.

307/I

utilizzata comprenda alcune ipotesi problematiche di notevole rilievo applicativo, che la futura disciplina delegata non potrà non prendere in considerazione. Si pensi ad esempio alla possibilità di un'emissione obbligatoria realizzata da una capogruppo estera, non quotata nel nostro Paese, da cui dipenda una controllata italiana ⁽⁴⁶⁾: qualora tali *bonds* venissero ammessi al mercato finanziario nazionale, superando lo sbarramento dell'art. 129 t.u.b., risulta evidente che non si potrà pretendere una applicazione della disciplina societaria italiana in tema di limiti d'emissione nei confronti di un soggetto appartenente ad un ordinamento straniero, come al contrario la nuova norma sembra esplicitamente prevedere. In questi casi il legislatore delegato si vedrà costretto probabilmente ad optare per una inammissibilità degli strumenti o, alternativamente, dovrà introdurre l'obbligo di garanzia degli intermediari che negozino tali strumenti, sulla falsariga di quanto già previsto dal 2° comma dello stesso art. 2412 c.c. ⁽⁴⁷⁾. Prescindendo dall'ipotesi di una radicale esclusione, che sembra poco probabile in un'ottica di convergenza dei mercati finanziari mondiali e di libera circolazione degli strumenti in essi scambiati, anche qualora risulti imposto solamente un « avallo » del negoziatore è facile prevedere che l'applicazione della novella possa andare a detrimento della già scarsa offerta di strumenti finanziari esteri presente nel mercato dei *corporate bonds* italiano: l'onere della garanzia della solvenza della società rappresenterebbe infatti un peso troppo grande per qualsiasi intermediario, che si vedrebbe costretto *tout court* ad astenersi dal compiere tale genere di operazioni, anche qualora queste ultime fossero esplicitamente richieste dai risparmiatori ⁽⁴⁸⁾.

L'inserimento del nuovo 7° comma obbligherà il legislatore delegato ad affrontare anche il tema di una miglior definizione della partecipazione di controllo, individuando i confini quantitativi o qualitativi di tale rapporto fra le società, soprattutto alla luce delle possibili difformità presentate dagli ordinamenti esteri rispetto al nostro sistema normativo: differenze che, occorre sottolineare, risultano fortunatamente essersi ridotte

⁽⁴⁶⁾ Si noti che la nuova disciplina contiene una formulazione estremamente ampia, non distinguendo fra tipi di società (in particolare fra società di persone e di capitali), legando il concetto esclusivamente ad un rapporto di controllo, né sembra porsi un limite nella verifica dell'effettivo impiego delle somme raccolte.

⁽⁴⁷⁾ In tale direzione sembra muoversi il 2° comma dell'art. 11 del già citato d.d.l. n. C2436-A; la nuova norma prevede infatti un'estensione della garanzia dell'intermediario a tutte le transazioni condotte a favore degli investitori non professionali.

⁽⁴⁸⁾ Cfr. CAVAZZUTI, (nt. 20), 419 ss. In tema di obbligo dell'intermediario di astensione dall'esecuzione di operazione inadeguate ex art. 29 Regolamento Intermediari, cfr. COSTI, ENRIQUES, (nt. 1), 333 ss. Per un riassunto della recente giurisprudenza sorta sul punto, nonché per un'analisi della originale tesi del consenso informato del risparmiatore nelle scelte di investimento intraprese e nel conseguente dovere dell'intermediario di informazione e protezione, v. Trib. Taranto, 27 ottobre 2004, con mia nota, *Responsabilità dell'intermediario finanziario per violazione degli obblighi di informazione e protezione dell'investitore non professionale*, in questa Rivista, 2005, 506 ss.

all'indomani dell'entrata in vigore della riforma ⁽⁴⁹⁾. Tuttavia non si può fare a meno di notare come lo stesso concetto di partecipazione di controllo *ex art.* 2359 c.c., indirettamente richiamato in tale contesto, appaia alquanto vago, coprendo solo una parte delle possibili ipotesi: se apparirà facile individuare questo rapporto nel caso di una evidente maggioranza decisionale (che, si noti, non implica necessariamente il mero possesso della metà più una delle azioni in molti ordinamenti come, a maggior ragione all'indomani della riforma, in quello nazionale), al contrario risulterà più ostico disciplinare il diffuso fenomeno del controllo societario indiretto, soprattutto qualora esso risulti celato da soggetti prestanome o da strutture di gruppo costituite sul modello delle c.d. « scatole cinesi » ⁽⁵⁰⁾. Questo aspetto, seppur non richiamato espressamente dalla norma, dovrà dunque essere oggetto di specifica trattazione, rappresentando un'evenienza tutt'altro che irrilevante ai fini della applicazione della norma e della conseguente tutela dei risparmi ⁽⁵¹⁾.

Per raggiungere il suddetto scopo dovrà essere soddisfatta anche la materiale necessità di efficienti sistemi di verifica e di continuo monitoraggio degli assetti partecipativi delle società aventi strumenti obbligazionari circolanti in Italia, controlli che dovranno in particolare riuscire ad aggirare le barriere offerte da alcuni ordinamenti stranieri appartenenti alla famigerata *black list* dei c.d. paradisi finanziari ⁽⁵²⁾.

Sebbene sia logico attendersi, a fronte di ovvie motivazioni pratiche, che tale esame sarà limitato ai soli strumenti ammessi ai mercati regolamentati nazionali o diffusi fra il pubblico in maniera rilevante ai sensi dell'art. 2-bis del reg. Consob n. 11971 del 1999, è altrettanto facile immaginare che la verifica rappresenterà comunque un ulteriore onere gravante sulle società estere che vogliano accedere al mercato italiano dei capitali. Un obbligo che sembra destinato a sommarsi a quelli già rappresentati dalle incombenze informative imposte dal t.u.f. e dal *Regolamento Emit-*

⁽⁴⁹⁾ Si vedano in tal senso il nuovo art. 2351 c.c., le modifiche apportate in tema di definizione di partecipazione ed in tema di obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti dal nuovo comma 6-bis dell'art. 1 t.u.f. e dall'art. 120 t.u.f.

⁽⁵⁰⁾ Cfr. M. ONADO, (nt. 14), 499 ss.; PARDOLESI, PORTOLANO, (nt. 1), 194.

⁽⁵¹⁾ Per un'analisi del problema dei gruppi nella riforma del diritto societario si veda ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, (nt. 5), 335 ss.; JORIO, *I gruppi*, in *La riforma delle società*, a cura di Ambrosini, Torino, Giappichelli, 2003, 195 ss.; PAVONE LA ROSA, *Nuovi profili nella disciplina dei gruppi societari*, in *Riv. soc.*, 2003, 765 ss. In particolare si deve sottolineare come le presunzioni contenute negli artt. 2497-sexies e 2497-septies c.c. non sembrano poter comprendere anche questo tipo di rapporto: sul punto v. DAL SOGLIO, *Commento agli artt. 2497-sexies e 2497-septies*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, CEDAM, 2005, 2422 ss.

⁽⁵²⁾ Sul punto v. FIMMANÒ, (nt. 17), 406; PARDOLESI, PORTOLANO, (nt. 1), 212 ss. In tal senso si muove il d.d.l. n. C2436-A, che punta ad introdurre all'interno del t.u.f. gli artt. da 165-ter a 165-septies, dedicati alla definizione dei cosiddetti paradisi legali, nonché ai rapporti di gruppo fra società italiane.

tenti⁽³³⁾, nonché dallo stesso esame *ex art.* 129 t.u.b. Non si deve infatti dimenticare che questi stessi adempimenti sono risultati generalmente mal sopportati dal mondo finanziario d'oltre confine, rappresentando per gli operatori esteri un aggravio conosciuto solo nel nostro ordinamento; oneri che si erano ulteriormente appesantiti a fronte della maggiore attenzione avuta dai controllori nazionali all'indomani dei molteplici e noti *defaults*, al punto che numerose *initial public offerings*, recentemente avanzate da società estere, contenevano oramai l'esplicita esclusione del nostro mercato finanziario, fra l'altro senza attuare distinzione alcuna fra il pubblico dei risparmiatori-consumatori e la platea degli investitori professionali, con conseguente grave perdita di competitività di questi ultimi⁽³⁴⁾.

Anche l'introduzione dell'obbligo della consegna del prospetto informativo desta alcune perplessità sia concettuali che pratiche. Prescindendo dal rilevare come la norma in questione rappresenti un vero corpo estraneo alla riforma, avendo forse potuto trovare una miglior collocazione teorica all'interno del t.u.f. ed in particolare nel *Regolamento Intermediari*, occorre più utilmente soffermare l'attenzione sulla questione dell'effettiva tutela offerta da questi ulteriori flussi informativi⁽³⁵⁾, tenendo presente come i recenti *cracks* abbiano purtroppo evidenziato la insufficiente competenza finanziaria del risparmiatore medio⁽³⁶⁾.

(33) Per una panoramica sugli obblighi informativi gravanti sugli emittenti di strumenti finanziari diffusi fra il pubblico v. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2004, 342 ss. Per uno sguardo sulle soluzioni adottate al fine di velocizzare la procedura di controllo nella fase di sollecitazione all'investimento, v. Delibera Consob 14990 del 14 aprile 2005, in particolare le modifiche apportate agli artt. 7, 13 e 17 Regolamento Emittenti. Sul tema generale della prevalenza della *lex fori* al posto della *lex loci incorporationis* per ciò che attiene gli obblighi informativi degli emittenti esteri v. CARBONE, (nt. 1), 471 ss.

(34) Un altro espediente adottato nella prassi al fine di aggirare tali vincoli, risulta essere dato dal porre la somma di € 250.000 quale taglio minimo del singolo strumento emesso, così come previsto dal dettato dell'art. 33 Regolamento Emittenti che esclude che al di sopra di tale soglia si configuri una sollecitazione all'investimento. Con il recepimento della direttiva 2003/71/CE questo limite scenderà ad € 50.000 (lett. c) e d) del 2° comma dell'art. 3). La direttiva introduce comunque una più approfondita definizione di investitore qualificato (lett. e), 1° comma dell'art. 2), escludendo l'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo qualora l'offerta di strumenti finanziari sia rivolta a tale categoria (lett. a), 2° comma dell'art. 3) e venga negata la possibilità di un successivo possesso da parte dei risparmiatori.

(35) Per un'analisi sul tema cfr. RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in questa *Rivista*, 2003, 1, 773 ss. A favore della *public disclosure* FERRARINI, (nt. 14), 412 ss.; CAVAZZUTI, (nt. 20), 424.

(36) In tema di cultura e preparazione finanziaria del risparmiatore medio italiano v. la *Sintesi alla Ventesima Relazione annuale sull'economia italiana* stilata dal Centro Einaudi per l'anno 2002, 7, che delinea un quadro decisamente desolante: « Sorprende il limitato tempo dedicato a ottenere informazioni utili per investire e alla cura delle finanze personali: due terzi dei risparmiatori non hanno la minima idea di quanto tempo dedichino a questa attività (quindi deve essere un impegno estremamente esiguo nell'ambito delle loro esistenze). Di quelli che hanno saputo rispondere, la metà dedica meno di mezz'ora alla settimana alle informazioni sulla finanza personale. Le conseguenze di questa disinformazione sono evidenti: una quota importante di intervistati non conosce con esattezza il reale costo di gestione dei fondi azionari. Allo stesso modo, gli italiani mostrano di avere scarse infor-

In quest'ottica la fissazione del contenuto del prospetto potrebbe essere utilmente data dal recepimento anticipato della direttiva 2003/71/CE sul prospetto comunitario, il cui scopo è introdurre un « *passaporto unico valido per l'intera Comunità* »⁽⁵⁷⁾ che risulti facilmente consultabile dal risparmiatore europeo⁽⁵⁸⁾. Tuttavia la consegna di un documento, per quanto contenente valide informazioni, non sembra costituire una soluzione che riesca di per sé sola a soddisfare appieno le esigenze di tutela dell'investitore non professionale, data la superficiale preparazione in materia finanziaria che contraddistingue il popolo dei risparmiatori italiani, con il rischio che la maggior parte dei dati riversati al pubblico rimanga comunque scarsamente fruibile per i destinatari.

Una valida soluzione potrebbe essere data dall'affiancare al risparmiatore un *tutor*, che possa meglio difendere gli interessi del consumatore: in tal senso sembra muoversi il legislatore europeo che, in un'ottica di una sempre più marcata distinzione fra « *mercati finanziari all'ingrosso* » e « *mercati finanziari al dettaglio* »⁽⁵⁹⁾, mira attraverso la direttiva 2004/39/CE ad una miglior definizione del servizio di consulenza, prestazione che all'opposto veniva relegata dalla precedente direttiva 93/22/CEE e dalla normativa da essa derivata ad un ruolo operativo secondario dal contenuto piuttosto sfocato. Nella stessa direzione pare indirizzarsi anche il legislatore nazionale nella stesura della riforma del risparmio: in tale ambito si punta ad una rivisitazione delle modalità d'offerta dei servizi finanziari, in particolare attuando una più netta separazione fra l'attività di intermediazione e gli altri servizi finanziari al fine di una limitazione dei conflitti di interesse⁽⁶⁰⁾ apparsi a margine dei recenti scandali finanziari⁽⁶¹⁾, ponendo di fatto fine al modello della c.d. « banca universale ».

mazioni sulle obbligazioni d'impresa o sulle obbligazioni strutturate ». Per un'analisi critica dei comportamenti del risparmiatore v. COSTI, ENRIQUES, (nt. 1), 8 ss.; GUIO, *Conflitti di interesse nell'industria bancaria. Come limitarne lo sfruttamento*, in *Banca, impr., soc.*, 2004, 458 s.

⁽⁵⁷⁾ Quattordicesimo *considerata* della direttiva 2003/71/CE.

⁽⁵⁸⁾ Tale necessità è più volte ribadita dal legislatore europeo che nel preambolo alla direttiva, in particolare nei *considerata* da 18 a 21, ribadisce più volte tale concetto. Notevole importanza sembra rivestire la nota di sintesi, che non dovrà superare in lunghezza le 2.500 parole e dovrà essere redatta in linguaggio non tecnico: scopo di tale atto sarà primariamente il riassunto dei rischi connessi e delle caratteristiche essenziali dello strumento, dell'emittente e degli eventuali soggetti garanti.

⁽⁵⁹⁾ Cfr. *Piano d'Azione sui Servizi Finanziari (P.A.S.F.) europeo*, contenuto nella Comunicazione della Commissione Europea 232 dell'11 maggio 1999; CAVAZZINI, (nt. 20), 423. Per una ricostruzione dell'evoluzione normativa in ambito europeo, anche alla luce del *Rapporto Lamfalussy*, e per una comparazione con la disciplina statunitense, v. MEGLIANI, (nt. 1), 678 ss. Per un'analisi critica del fenomeno di tendenziale armonizzazione dei mercati finanziari europei v. COSTI, ENRIQUES, (nt. 1), 17 ss.

⁽⁶⁰⁾ V. art. 10 d.d.l. C2436-A. Per una visione critica all'introduzione di vincoli eccessivamente formalistici nei confronti degli intermediari, v. BOCHICCHIO, (nt. 7), 26 ss. Per un'analisi delle responsabilità dei c.d. « *market professionals* » a margine del caso *Parmalat*, cfr. PARDOLESI, PORTOLANO, (nt. 1), 208 s.

⁽⁶¹⁾ Cfr. Trib. Bari, 3 maggio 2001, con nota di VOLPE, *La responsabilità civile degli*

4. *L'intervento pubblico nel finanziamento dell'impresa societaria.*

— Per comprendere pienamente la reale ampiezza degli interventi apportati dalla riforma in materia di limiti all'emissione obbligazionaria, può risultare utile compiere un veloce raffronto fra la previgente disciplina e l'attuale: la differenza che emerge con maggior evidenza da una prima lettura dell'abrogato art. 2410 c.c. e dalla sua comparazione con il vigente assetto normativo è data dalla rimodulazione del corposo dettato del 2° comma, che nel passato conteneva la previsione delle due sole eccezioni « ordinarie » ammesse al generale limite d'emissione ⁽⁶²⁾.

Prescindendo dall'ipotesi della garanzia ipotecaria che, come si è potuto vedere, trova sostanziale conferma nella disciplina riformata, risulta evidente come la regolamentazione preesistente fosse contraddistinta da un contenuto derogativo più limitato e legato quasi esclusivamente ad una ingerenza statale, di tipo sia diretto che mediato: in particolare l'art. 2410 c.c. ammetteva la raccolta obbligazionaria oltre la rigida soglia del solo « capitale versato ed esistente » unicamente qualora i titoli fossero risultati « coperti » da un eventuale credito di annualità o da possibili sovvenzioni concesse dallo Stato o da altro ente pubblico. Al medesimo risultato si poteva giungere nel caso in cui l'emittente avesse posseduto, a copertura della somma eccedente, un eguale ammontare in titoli di stato, aventi scadenza almeno pari a quella del debito obbligazionario, depositati in un istituto di credito a garanzia del rimborso del capitale e del pagamento degli interessi ⁽⁶³⁾.

intermediari finanziari: un leading case, in *Contratti*, 2001, 901 ss.; Trib. Mantova, 18 marzo 2004, con nota di SCIMEMI, *La prima sentenza italiana sulla vendita di tango bonds*; in questa *Rivista*, 2004, II, 690 ss., con nota di FIORIO, *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari, suitability rule, conflitto di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini*, in *Giur. it.*, 2004, 2125 ss.; con nota di SARTORI, *Il mercato delle regole. La questione dei bonds argentini*, *ivi*, 2005, 54 ss.; con nota di MAFFEIS, *Conflitto di interessi nella prestazione di servizi di investimento: la prima sentenza sulla vendita a risparmiatori di obbligazioni argentine*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2004, 441 ss.; con nota di GAFFURI, *Violazione delle regole generali di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Società*, 2004, 1139 ss.; Trib. Monza, sez. dist. Desio, 14 ottobre 2004, con nota di GUERINONI, *Negligenza e giudizio di responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2005, II, 113 ss.; Trib. Venezia, 22 novembre 2004, con nota di NEGRO, *Regole di condotta degli intermediari finanziari: gli obblighi di informazione*, in questa *Rivista*, 2005, 480 ss.; con nota di MAFFEIS, *Il dovere di consulenza al cliente nei servizi di investimento e l'estensione al credito dei consumatori*, in *Contratti*, 2005, I, 5 ss.; Trib. Taranto, 27 ottobre 2004, (nt. 48), 506 ss.; GUIO, (nt. 56), 455 ss. Per un'analisi delle prospettive di riforma in ambito europeo, v. ENRIQUES, *Dum Romae consulitur... Verso una nuova disciplina comunitaria del conflitto d'interessi nei servizi di investimento*, in *Banca, impr., soc.*, 2004, 447 ss.

⁽⁶²⁾ Sull'evoluzione della norma contenuta nella precedente versione dell' art. 2410, cfr. Trib. Milano, 5 maggio 1997 (decr.), App. Milano, 27 giugno 1997 (decr.), con nota di BERNABAI, (nt. 33), 54 ss.

⁽⁶³⁾ La previsione appariva di scarsa applicazione pratica: una società che avesse avuto un capitale in titoli di Stato avrebbe potuto più proficuamente liquidarli per non corrispondere la differenza fra l'interesse ricevuto e quello pagato; si noti inoltre che tale garanzia era posta a copertura anche degli interessi maturandi fino alla scadenza. Sul punto cfr. CAM-

Dall'analisi della previgente normativa sembra trasparire chiaramente la vecchia concezione politico-economica, caratterizzata dalla preminenza dell'interesse pubblico, vista quale giustificazione dell'interventismo statale e della conseguente compressione dell'iniziativa privata. Nello specifico ambito del finanziamento dell'impresa societaria tale intromissione poteva dunque trovare diretta attuazione nella concessione di sovvenzioni (attuabili in vario modo, data la genericità della formula) od addirittura attraverso il solo possesso di titoli di Stato, sul presupposto che la riflessa garanzia pubblica costituisse comunque una salda ed indiscutibile « ancora di salvezza » per l'investitore. Lo scenario appena descritto sembra destinato ad essere ridimensionato non solo dalla precaria situazione dell'erario che necessariamente condiziona l'azione statale, ma anche, e soprattutto, dalle rigide limitazioni imposte dalla normativa comunitaria nel frattempo sopravvenuta, introdotta al fine di tutelare la reale concorrenza del libero mercato ⁽⁶¹⁾.

Non tutto il precedente impianto normativo risulta tuttavia sostituito dal nuovo allestimento introdotto dalla riforma: innanzitutto ne viene conservata la disposizione finale, che appare ancora riproposta a chiusura logica del vigente art. 2412 c.c., ricalcando quasi pedissequamente il dettato abrogato. In essa trova ancora conferma la generica eccezione ai limiti d'emissione concessa a fronte delle leggi speciali disciplinanti particolari categorie di società, sebbene rafforzata con l'introduzione della specificazione delle riserve di attività. L'intervento dimostra come il legislatore abbia voluto richiamare primariamente il peculiare fenomeno delle obbligazioni bancarie, disciplinate dall'art. 11 t.u.b., nonché le nuove ipotesi di emissioni di titoli di massa contenute nella l. n. 133 del 30 aprile 1999 ⁽⁶²⁾ e nella l. n. 326 del 24 novembre 2003, disciplinanti rispettivamente le cartolarizzazioni dei crediti e la trasformazione della *Cassa Depositi e Prestiti*, divenuta una s.p.a.-emittente di diritto pubblico ⁽⁶³⁾.

Oltre a questa prima conferma il legislatore opta anche per il mante-

PORASSO, (nt. 21), 407, l'a. proponeva un calcolo del limite che non riguardava il solo capitale in titoli di Stato oggetto di pegno, ma anche gli interessi da esso prodotti. Per il problema della possibile proprietà di un terzo dei titoli oggetto di garanzia v. SARALE, *Le società per azioni. Le obbligazioni*, in *Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale*, fondata da Bigiavi, Torino, UTET, 2000, 124. Sul problema della natura di tale garanzia cfr. Trib. Milano, 5 maggio 1997 (decr.), App. Milano, 27 giugno 1997 (decr.), con nota di BENABAI, (nt. 33), 58 ss.

⁽⁶¹⁾ Cfr. in tal senso MANZINI, *Note sulle « relazioni pericolose » fra Stato e imprese nel quadro del diritto comunitario*, in *Dir. un. eu.*, 2002, 503. In particolare l'a. rileva come, seppur a fronte di una dichiarata neutralità del diritto comunitario circa la possibile proprietà pubblica delle imprese, l'atteggiamento liberista che permea il Trattato UE « ... ha l'effetto di impedire agli Stati di usare le società soggette alla mano pubblica per scopi diversi da quelli di mercato e quindi riduce grandemente o elimina l'interesse di questi ultimi a mantenerne il controllo ».

⁽⁶²⁾ Per un'analisi dei modelli di cartolarizzazione ammessi nel nostro ordinamento v. GALLETTI, GUERRIERI, *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, Il Mulino, 2002, 34 ss.

⁽⁶³⁾ In entrambi i casi le discipline stabiliscono che tali emissioni non siano sottoposte

nimento delle norme contenute nel 3° comma del previgente art. 2410 c.c., dedicato alle ipotesi di emissioni *ultra limitem* autorizzate da un provvedimento governativo che riconosca la presenza di « ragioni che interessano l'economia nazionale ». La scelta, che si viene a concretizzare nella formula del terzultimo comma dell'attuale art. 2412 c.c., appare di difficile comprensione per molteplici ragioni: *in primis*, in un'ottica di economia legislativa, occorre rilevare come la norma non abbia mai goduto di una particolare applicazione⁽⁶⁷⁾. Inoltre, a fronte della privatizzazione di buona parte delle aziende pubbliche e della loro frequente quotazione nei mercati regolamentati, l'applicazione di tale disciplina potrebbe costituire un'ipotesi ancora più remota, stante la conseguente caduta dei limiti d'emissione. Si deve infine notare come molte delle « ragioni che interessano l'economia nazionale » possano essere considerate già alla base delle leggi speciali richiamate dall'attuale penultimo comma del medesimo art. 2412 c.c. La lettura del paragrafo della relazione finale al decreto correttivo non appare utile nell'individuare il vero significato della riproposizione della norma, in quanto il legislatore si limita solamente a richiamare il compimento dell'operazione, non fornendo giustificazione di tale scelta. Escludendo quindi l'ipotesi di una mera dimenticanza e non volendo appoggiare l'idea dello sterile omaggio alla tradizione, si è costretti a leggere nella conferma della disposizione l'ostinata volontà del riformatore di mantenere ancora viva la remota possibilità di un'intromissione pubblica a sostegno dell'economia nazionale.

Un possibile riscontro a quest'ultima tesi può forse essere rinvenuto in un successivo intervento operato dal primo dei decreti correttivi: la lett. w) dell'art. 5 del d. lgs. n. 37 del 2004 introduce infatti un 2° comma all'art. 2414-bis c.c., dalla problematica lettura. La norma stabilisce che, qualora un'emissione sia avallata da un socio pubblico, venga fatta menzione di tale garanzia sui titoli stessi (in base al richiamo al quinto punto

alla disciplina delle obbligazioni societarie, né alla limitazione contenuta nell'art. 11 t.u.b. (eccezioni contenute nell'art. 5, 2° comma, della l. n. 326 del 2003 e nell'art. 5, 2° comma, della l. n. 133 del 1999). Risulta interessante rilevare che anche l'art. 11 è stato profondamente rivisto dal primo dei decreti correttivi della riforma. In particolare il secondo articolo del d. lgs. n. 37 del 2004 razionalizza le precedenti eccezioni alla riserva dell'attività di raccolta del pubblico risparmio contenute nell'articolo, riducendole a soli quattro casi: l'ultima di queste contiene una indicazione generica di chiusura, rinviando alle ulteriori eccezioni previste dalla legge « nel rispetto del principio di tutela del risparmio ». Quest'ultima formulazione rappresenta forse una statuzione dal contenuto eccessivamente formale e superfluo, figlia del clima di sfiducia negli investimenti e di una conseguente differente politica normativa, che sembra discostarsi dalle finalità proprie fissate nella legge delega. Sul punto, cfr. PASQUALE, *La securization: profili comparativi e prospettive di una figura multiforme*, in *Contr. imp. europa*, 2001, II, 641 ss.; PISAPIA, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Società*, 2003, 1470 ss.; MUCCIARELLI, *Ma cos'è diventata la Cassa Depositi e Prestiti?*, in *Mercato conc. reg.*, 2004, 35 ss.

⁽⁶⁷⁾ Per una rassegna di dottrina e giurisprudenza sul punto cfr. SARALE, (nl. 63), 128 s.

dell'art. 2414 c.c.) ⁽⁶⁶⁾. La disposizione, celata sotto la forma di un mero *errata corrige*, sembra nascondere in realtà la natura di una decisa revisione normativa atta al riassetto dell'originale impostazione adottata dal legislatore, basata su un più diretto e libero rapporto fra la domanda e l'offerta di capitali. La causa principale dell'intervento può individuarsi nella contingente situazione economica, caratterizzata da una sostanziale stagnazione e dalla profonda crisi che ha investito il mercato finanziario all'indomani dello scoppio dei noti scandali.

Data la brevità del nuovo testo normativo non risulta facile stabilire quale possa essere l'effettiva portata della previsione: primariamente non si comprende se la garanzia sia applicabile a tutte le società pubblicamente partecipate, oppure operi solo a favore di determinate imprese ⁽⁶⁷⁾. Inoltre non è chiaro quale possa essere la reale funzione della annotazione condotta sul titolo e quali effetti possano discendere da essa. Prescindendo dalla scontata considerazione che la garanzia pubblica aumenti la fiducia dell'obbligazionista verso la debitrice, come lo stesso legislatore ammette nella relazione finale al d. lgs. n. 37 del 2004, sembra lecito domandarsi se tale « avallo » possa influire anche sui limiti d'emissione al pari di quanto previsto dal 2° comma dell'art. 2412 c.c. per l'intermediario prudenzialmente vigilato. Sfortunatamente la collocazione della norma all'interno dell'art. 2414-bis c.c., dedicato al solo tema della costituzione delle garanzie, e l'assenza di un esplicito collegamento non risultano costituire elementi favorevoli nella ricerca di una risposta alle questioni appena evidenziate.

Da un punto di vista sistemico si può ragionevolmente proporre un collegamento della disposizione in oggetto al provvedimento governativo fissato nel penultimo comma dell'art. 2412 c.c.: il documento pubblico verrebbe così a contenere, oltre all'autorizzazione alla speciale emissione ed alle motivazioni che la giustificano, anche un elemento in grado di confortare i possessori dei titoli circa il sostanziale adempimento del debito obbligazionario. Occorre tuttavia sottolineare come la previsione dell'art. 2412 c.c. si limiti ad indicare l'esistenza di un interesse nazionale quale presupposto del provvedimento autorizzativo e non richieda necessariamente un impegno diretto da parte di un azionista pubblico: l'ipotesi

⁽⁶⁶⁾ Il legislatore chiarisce il suo intervento motivandolo in base a ragioni eminentemente pratiche: si specifica infatti nella relazione finale al d. lgs. n. 37 del 2004 che: « 14. Alla lett. s) si è modificato l'art. 2414-bis in tema di costituzione delle garanzie sulle obbligazioni; per l'ipotesi in cui al capitale della società emittente partecipi, in tutto o in parte, un soggetto pubblico, si è previsto che l'emissione del prestito obbligazionario possa essere garantita dall'azionista pubblico; in tal caso, stante gli evidenti effetti di appetibilità dello strumento sul mercato e di facilità di collocamento connessi a siffatta modalità di emissione, si è previsto che la circostanza risulti sul titolo, come già prevede in via generale il n. 5) dell'art. 2414 del codice ».

⁽⁶⁷⁾ Per un'analisi della previsione della garanzia dello Stato per le emissioni della C.D.P. s.p.a. destinate al finanziamento degli enti pubblici, cfr. MUCCIARELLI, (nt. 66), 38 ss.

della garanzia potrebbe coprire dunque solo una frazione dei casi applicativi configurabili nel 5° comma dell'art. 2412 c.c. ⁽⁷⁰⁾. D'altra parte la nuova previsione non sembra trovare giustificazione *a posteriori* neppure nella logica del dettato normativo abrogato, in particolare nell'ormai estinto obbligo di vincolare i titoli di stato o le sovvenzioni a copertura delle obbligazioni emesse in eccedenza. L'intervento statale risultava così caratterizzato dall'essere sempre di tipo mediato, non implicando comunque alcun rapporto diretto fra l'obbligazionista ed il soggetto pubblico, al contrario di quanto viene ora previsto dal 2° comma dell'art. 2414-bis c.c.

Un ulteriore interrogativo generato dalla stringatezza della nuova norma si rinviene nel fatto che il legislatore vincola la prestazione della garanzia alla sola condizione di una partecipazione del soggetto pubblico al capitale sociale di una s.p.a., non imponendo alcun legame diretto fra il quanto garantito ed il quanto posseduto, accettando conseguentemente l'ipotesi di una teorica garanzia prestata *ad libitum*. Portando il ragionamento all'assurdo, si potrebbe dunque immaginare che il possesso pubblico anche di una sola azione possa consentire allo Stato di intervenire a favore di qualsiasi s.p.a. nazionale, anche non esercitante un servizio di pubblico interesse ⁽⁷¹⁾.

Mancando quindi un richiamo ad una disciplina specifica che possa chiarire il contenuto della norma, è evidente che il compito di fissare i confini della disposizione sarà demandato all'eventuale prassi e soprattutto alla giurisprudenza collegata. In questo modo l'interprete dovrà necessariamente ricostruire la disciplina del caso concreto tenendo presente come la garanzia pubblica costituisca uno dei possibili aspetti dell'aiuto di Stato, così come configurato dagli artt. 87 e 88 del Trattato UE, nonché dalla normativa da essi derivante ⁽⁷²⁾. Per necessaria brevità, in tale conte-

⁽⁷⁰⁾ Seppure questo tipo di operazioni finanziarie sia destinato ad avere un'applicazione pratica estremamente contenuta, si può ipotizzare che il provvedimento governativo contenga dei correttivi al maggior rischio prodotto dal mancato rispetto dei limiti: ad esempio, ponendo il vincolo della sottoscrivibilità a favore dei soli investitori professionali previsto dal 2° comma dell'art. 2412 c.c.

⁽⁷¹⁾ Fra le varie partecipazioni direttamente detenute dal Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'economia e delle finanze debbono essere ricordate ad esempio: la quota detenuta in *Alitalia* s.p.a., pari al 62,33% del capitale, la quota detenuta in *Finmeccanica* s.p.a., pari al 32,30% del capitale, la quota detenuta in *ENI* s.p.a., pari al 20,32% del capitale, la quota detenuta in *ENEL* s.p.a. pari al 31,5% del capitale, oltre alle residuali partecipazioni dello 0,1% in *Telecom Italia Media* s.p.a. e *SEAT* s.p.a. (dati aggiornati al 1° dicembre 2004, tratti dalla sezione del Dipartimento del Tesoro del sito del Ministero dell'economia e delle finanze: www.mineconomia.it). Per una visione sull'attuale assetto delle partecipazioni pubbliche e sulle loro future dismissioni v. la *Relazione al Parlamento sulle operazioni di cessione delle partecipazioni in società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato*, redatta nel luglio del 2004 dal Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'economia e delle finanze.

⁽⁷²⁾ In tema di trasparenza delle relazioni finanziarie fra gli Stati membri e le loro imprese pubbliche si veda la direttiva 80/723/CEE del 25 giugno 1980, come modificata dalle direttive 85/413/CEE del 24 luglio 1985, 93/84/CEE del 30 settembre 1993 e 2000/52/CE.

sto si soffermerà l'attenzione solamente sulla specifica *Comunicazione della Commissione sull'applicazione degli artt. 87 e 88 del trattato CE agli aiuti di Stato concessi sotto forma di garanzie*, pubblicata sulla GUCE C71 dell'11 marzo 2000, rinviando ad altre più opportune sedi l'analisi generale dei molteplici problemi legati alla complessa verifica della configurabilità ed ammissibilità degli aiuti di Stato in ambito europeo ⁽⁷³⁾.

Limitandosi quindi ad analizzare il testo redatto dalla Commissione, contenente le linee guida adottate dalla stessa in sede di verifica *ex art. 88 del Trattato CE*, si possono rinvenire molteplici elementi che non potranno non essere utilizzati al fine di delineare i reali confini della disciplina contenuta nell'art. 2414-bis c.c. La disciplina comunitaria procede primariamente all'individuazione degli elementi distintivi caratterizzanti le due differenti ipotesi dell'aiuto concesso al mutuante od al mutuatario. A riguardo di quest'ultima possibilità — che nella prassi risulta essere la più diffusa e che probabilmente deve essere considerata ai fini della lettura dell'art. 2414-bis c.c. — la Commissione sottolinea come l'aiuto di Stato si configuri già nella mera assunzione del rischio da parte del soggetto pubblico e non si renda necessaria la corresponsione da parte dello stesso di un contributo a sostegno del pagamento degli interessi: l'interpretazione così formulata sembra in questo modo ricomprendere perfettamente l'ipotesi contenuta nel 2° comma introdotto dal d. lgs. n. 37 del 2004.

del 26 luglio 2000; quest'ultima trova recepimento nel d. lgs. n. 333 dell'11 novembre 2003: per un'analisi della disciplina e del precedente quadro normativo dettato dalla direttiva 80/723/CEE, in particolare dell'evoluzione del criterio dell'investitore privato v. MANZINI, (nt. 64), 487 ss. In tema di aiuti « orizzontali » si veda il regolamento 98/994/CE, emanato in base alla delega contenuta nell'art. 89 del Trattato UE, che ammette alcuni aiuti di Stato prestati a particolari categorie di soggetti economici, rendendoli in tal modo compatibili con il mercato comune e non assoggettandoli all'obbligo di notifica di cui all'art. 87, delegando la loro specifica regolamentazione alla Commissione (ad esempio il regolamento 2001/70/CE del 12 gennaio 2001, concernente gli aiuti di Stato a favore delle piccole e medie imprese, o la *Comunicazione della Commissione relativa alla disciplina comunitaria per gli aiuti di Stato alla ricerca e sviluppo*, pubblicata in GUCE C 45 del 17 febbraio 1996). Per un'analisi generale del tema degli aiuti di Stato v. TESAURO, *Diritto comunitario*, Padova, CEDAM, 2003, 717 ss.; CAPUTI JAMBRENGHI, *Gli aiuti di Stato nel diritto comunitario vigente*, in *Riv. it. dir. pubb. com.*, 1998, 1259 ss.

⁽⁷³⁾ Per la procedura della notifica da parte dello Stato, per la procedura da adottarsi dalla Commissione in sede di verifica e per gli eventuali provvedimenti assumibili in tale ambito si veda il regolamento 659/1999/CE del 22 marzo 1999, come successivamente modificato dal regolamento 2004/794/CE del 21 aprile 2004. Per un'approfondita analisi della disciplina v. SCIAUDONE, *Il regolamento (CE) n. 659/99 sulle procedure in materia di aiuti di Stato*, in *Contr. imp. europa*, 2000, I, 247 ss. Per una visione sulla recente evoluzione della giurisprudenza comunitaria in materia di aiuti di Stato e servizi pubblici v. CAPUTI, *Servizi pubblici ed aiuti di Stato nella giurisprudenza comunitaria. Ad ogni onere corrisponde una contropartita considerevole?*, in *Riv. it. dir. pubb. com.*, 2004, 283 ss.; FRATINI, FILPO, *I nuovi sviluppi giurisprudenziali sul concetto di aiuto di Stato: dalla formula Altmark al paradosso del monopolista-concorrente di Chronopost*, in *Contr. imp. europa*, 2003, II, 1183 ss. Per uno sguardo della recente giurisprudenza italiana sul punto, v. Cass., 10 dicembre 2002, n. 17564, con nota di BIZIOLI, in *Riv. dir. fin.*, 2004, I, 3 ss.

317/I

La *Comunicazione* contiene un'ulteriore distinzione, scindendo la disciplina dedicata all'aiuto prestato *ad hoc* da quella fissata per i regimi generali di garanzia statale e prevedendo, di conseguenza, due diversi indirizzi che determinano i differenti elementi d'esclusione della configurabilità dell'aiuto di stato. In entrambi i casi non potranno essere inquadrati negli aiuti di stato le garanzie prestate a favore di un soggetto che non si trovi in difficoltà finanziarie e che, in linea di principio, sia comunque in grado di ottenere un prestito a normali condizioni di mercato; è richiesto inoltre che tale soggetto versi allo Stato un reale corrispettivo per la garanzia offerta e che tale « avallo » pubblico non sia superiore ai quattro quinti del capitale prestato. Quest'ultima limitazione si basa sulla logica osservazione che nel caso di un'assunzione di totale responsabilità da parte dello Stato, né il mutuatario, né il mutuante saranno spinti ad una preventiva ed attenta valutazione del rischio finanziario dell'operazione, riversando il pericolo di finanziamenti altamente speculativi interamente sulla collettività.

Nel caso di regimi generali di garanzia concessi dallo Stato si dovranno ulteriormente individuare le condizioni comuni alle quali saranno garantite le coperture, introducendo contestualmente uno specifico meccanismo di valutazione del rischio tale che i proventi raccolti presso le imprese beneficiarie possano autofinanziare il regime stesso. Tuttavia, ai fini di un'interpretazione sistemica del 2° comma dell'art. 2414-bis c.c., sembra logico prevedere che si debba considerare primariamente la disciplina dell'aiuto concesso *ad hoc*, soprattutto qualora si veda nella norma introdotta dal d. lgs. n. 37 del 2004 una possibile specificazione del provvedimento dell'autorità governativa contenuto nel penultimo comma del nuovo art. 2412 c.c. ⁽⁷⁴⁾.

Dal raffronto con la normativa comunitaria risulta palese come « ... gli evidenti effetti di appetibilità dello strumento sul mercato e di facilità di collocamento connessi a siffatta modalità di emissione... » ⁽⁷⁵⁾ ricercati dal legislatore attraverso l'apposizione della propria garanzia sui titoli obbligazionari emessi, potranno essere liberamente ottenuti dall'impresa partecipata pubblicamente solo qualora venga accordato un adeguato corrispettivo all'erario, oppure si rientri in una specifica eccezione prevista dal diritto comunitario quale, ad esempio, il salvataggio di imprese in crisi od il riconoscimento della prestazione quale corrispettivo a favore delle imprese esercenti un servizio pubblico per la copertura dei maggiori costi presentati da questo genere di attività. Qualora una prestazione sinallag-

⁽⁷⁴⁾ Non mancano tuttavia esempi di regimi generali adottabili dallo Stato italiano: si veda ad esempio il dettato dell'art. 8 del d. lgs. n. 333 dell'11 novembre 2003, dedicato alla trasparenza della partecipazione pubblica nelle imprese pubbliche attive nel settore manifatturiero.

⁽⁷⁵⁾ Relazione finale al d. lgs. n. 37 del 2004.

matica non avesse luogo, oppure non si rientrasse all'interno delle ipotesi automaticamente ammesse in base ai regolamenti della Commissione delegati dal regolamento CE 994/98, si configurerebbe senz'altro l'ipotesi di un aiuto di Stato, con la conseguenza dell'obbligatoria comunicazione dello stesso alla Commissione, a cui farebbe necessariamente seguito una verifica circa la compatibilità dello stesso alla luce delle disposizioni del Trattato, nonché delle ulteriori ipotesi applicative tracciate dal medesimo organo collegiale.

L'intervento del legislatore, che, ad una prima lettura, sembrerebbe mirare ad una generale applicabilità della norma, si rivela dunque, in ultima analisi, alquanto ottimistico, non considerando gli stretti vincoli posti dal diritto comunitario. Un esempio di quali pesanti attriti si possano creare a seguito della prestazione di una garanzia statale a favore di un'impresa a partecipazione pubblica esercente un servizio di pubblico interesse, si è potuto avere nella soluzione della recente vertenza *Alitalia* ⁽⁷⁶⁾. La rigida opposizione dei *competitors* europei alla eccezionale concessione *una tantum* della garanzia pubblica nel c.d. « prestito ponte » accordato al vettore nazionale, sembra pienamente dimostrare quanto risulti anacronistico configurare un autonomo intervento pubblico a sostegno delle imprese nazionali in un mercato come quello europeo, marcatamente connotato dall'ideale della libera concorrenza anche nel settore dei finanziamenti societari.

MARCO PALMIERI

POSTILLA.

L'esigenza di un miglior coordinamento normativo, evidenziata all'interno del terzo paragrafo, ha portato il legislatore ad abrogare l'ultimo comma dell'art. 2412 c.c. a stesura del presente studio purtroppo già abbondantemente conclusa.

La *ratio* della norma introdotta dal d. lgs. n. 310 del 28 dicembre 2004 risulta ad ogni modo sostanzialmente recepita dal nuovo art. 100-*bis*, introdotto dalla riforma del risparmio all'interno del t.u.f. Accantonata l'ostica soluzione

⁽⁷⁶⁾ In base al dettato del d.l. n. 159 del 24 giugno 2004, successivamente convertito in l. n. 203 del 3 agosto 2004, la compagnia aerea ha ottenuto la concessione di un prestito di 400 milioni di euro dalla banca tedesca *Dresdner Kleinwort Wasserstein*, garantito dalla Repubblica italiana in base al decreto n. 104309 del Ministero dell'economia e delle finanze: grazie a tale avallo l'*Alitalia* ha potuto ottenere un tasso d'interesse annuo del solo 4,43%! L'operazione ha potuto avere luogo in base alla preventiva concessione dell'autorizzazione da parte della Commissione Europea in data 20 luglio 2004. L'organo comunitario ha riconosciuto all'operazione il carattere di « aiuto di salvataggio », limitando la sua durata ad un anno e stabilendo che il futuro piano di ristrutturazione non potrà contenere alcun altro tipo di ausilio statale. Su questo argomento si vedano le linee guida tracciate dalla *Comunicazione della Commissione dedicata agli orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese in difficoltà*, pubblicata in GUCE C 288 del 9 ottobre 1999.

della ultrattività che caratterizzava il precedente meccanismo di tutela centrato sulla nullità dell'operazione, il legislatore — come ipotizzato — ha optato per una soluzione più lineare, imponendo l'obbligo di una garanzia dell'intermediario per gli strumenti emessi attraverso « *private placements* » per il periodo di un anno dal collocamento, sulla scia di quanto già previsto per le obbligazioni emesse *ultra limitem*. La soluzione adottata ripropone dunque i notevoli dubbi applicativi in precedenza descritti, anche a fronte della conferma dell'*escamotage* previsto a favore dell'intermediario (o forse anche dei successivi investitori professionali indicati dal primo comma del nuovo art. 100-bis, in contraddizione al richiamo all'intermediario contenuto nell'ultima parte della nuova norma), dato dalla consegna di un documento informativo, il cui contenuto viene nuovamente demandato alla Consob.

Anche il problema di una migliore definizione dei legami fra società italiane e collegate estere, in un'ottica di un'unitaria esposizione debitoria di gruppo, viene ora preso in considerazione e risolto dal d. lgs. n. 262 del 28 dicembre 2005, disponendo l'imputazione anche delle garanzie finanziarie prestate ad altre società ai fini del calcolo della soglia di missione delle società non quotate (prescindendo, di fatto, da una valutazione circa i legami effettivi che possono unire garante e garantita).

In ultimo occorre avvertire come la modifica apportata al t.u.f. non sia ancora entrata in vigore al momento in cui la presente nota è redatta: dopo un primo rinvio operato dall'art. 1 del d.l. n. 6 del 17 gennaio 2005, l'attuazione è infatti slittata alla data del 17 gennaio 2006 in forza della proroga contenuta nell'art. 34-*quater* della l. n. 80 del 9 marzo 2006. Sembra lecito prevedere che i rinvii possano lasciare spazio ad ulteriori modifiche ed assestamenti, fortemente sollecitati dagli operatori professionali anche in tema di collocamento di strumenti finanziari bancari ed assicurativi.