

# CAMERA DEI DEPUTATI N. 2316

## PROPOSTA DI LEGGE

D'INIZIATIVA DEI DEPUTATI

**BORGOGLIO, RUFFOLO, PIRO, COLUCCI, FIANDROTTI**

*Presentata il 29 novembre 1984*

### Disciplina generale delle emissioni di valori mobiliari

ONOREVOLI COLLEGHI! — Il mercato italiano dei capitali si è arricchito negli ultimi anni di nuove tecniche di intermediazione e di nuovi strumenti di raccolta del risparmio che hanno già costituito oggetto di approfondita discussione in sedi qualificate e che hanno poi trovato un'organica, anche se non ancora compiuta, disciplina legislativa tale da allineare il nostro sistema giuridico a quelli più evoluti in materia.

Le tappe essenziali del cammino compiuto sulla via di una razionalizzazione della disciplina del mercato dei capitali sono note. La legge 23 marzo 1983, n. 77, ha introdotto in Italia, dopo lunga attesa, l'istituto dei fondi comuni d'investimento mobiliare aperti ed ha insieme dettato una aggiornata regolamentazione del mercato dei valori mobiliari, ispirata da criteri di trasparenza e di controllo dei flussi finanziari. Il decreto-legge 30 settembre 1983, n. 512, convertito con modificazioni nella legge 25 novembre 1983, n. 649, ha inoltre fissato il nuo-

vo regime impositivo dei titoli di massa diversi dalle azioni, dalle obbligazioni e dai certificati di partecipazione a fondi comuni mobiliari italiani eliminando così aree di possibile elusione ed insieme muovendo un passo significativo verso l'obiettivo della perequazione tributaria dei redditi derivanti dall'investimento mobiliare.

Senza nulla sottrarre alla rilevanza dei recenti testi normativi, sembra opportuno osservare che altri interventi oggi si impongono al fine di completare l'opera riformatrice del legislatore. Già ad esito dell'indagine conoscitiva sui fondi comuni di investimento immobiliare e sui certificati immobiliari, compiuta dalla Commissione finanze e tesoro del Senato nel 1982, risultò confermata l'opportunità di introdurre nel nostro ordinamento l'istituto dei fondi comuni di investimento immobiliare secondo un modello normativo per quanto possibile analogo a quello (che allora si andava discutendo e che poi è divenuto legge) dei fondi

comuni mobiliari. Nel corso della stessa indagine conoscitiva furono inoltre avanzate numerose indicazioni in merito ad una possibile disciplina dei cosiddetti titoli atipici, indicazioni che in buona misura sono state recepite dagli articoli 11 e 12 della legge n. 77 del 1983.

Lasciando da parte il tema relativo ai fondi comuni immobiliari, che in ragione della loro specificità sono oggetto di provvedimento legislativo *ad hoc* attualmente all'esame del Senato e limitando l'attenzione alla problematicità dei titoli atipici, è da ricordare che da più di una parte — sia prima sia dopo l'entrata in vigore della legge n. 77 del 1983 — si sono espresse istanze in favore di una « tipizzazione legislativa » dei valori mobiliari in considerazione.

Tale disciplina dovrà, per unanime consenso, prevedere due diversi tipi di intervento:

a) la tipizzazione di tutti quei titoli che per avere assunto rilevanza sociale, significativa diffusione e per possedere le caratteristiche di titoli di credito siano meritevoli di una tipizzazione legale che ne sancisca, in conformità del pubblico interesse e delle esigenze di tutela del risparmio, il ruolo assunto nel mercato finanziario;

b) la previsione di una regolamentazione atta a tracciare le linee di confine entro le quali dovranno d'ora in poi collocarsi la creazione e la diffusione di nuovi strumenti finanziari.

Al fine di essere certi che gli interventi normativi siano riferiti alla effettiva e concreta realtà che si desidera regolamentare, sono necessarie alcune osservazioni preliminari al fine di individuare esattamente le fattispecie ed i fenomeni che dovranno essere presi in considerazione.

Della nozione di titolo atipico (più correttamente: titolo di massa atipico) si è spesso abusato nella discussione relativa alle nuove tecniche di intermediazione e di investimento, includendo in detta nozione strumenti che non sono tecnica-

mente qualificabili come titoli di credito, oppure titoli che atipici non sono. Si sono così talvolta qualificati come titoli atipici documenti rilasciati da società fiduciarie a loro clienti a prova dell'avvenuta intestazione di quote di società o di crediti o di titoli azionari e obbligazionari, oppure semplici tecniche di collocamento combinato (cosiddette *units*) di titoli azionari ed obbligazionari, di quote di società e di quote di crediti da finanziamento soci. Si sono altresì definiti come atipici titoli che risultano, invece, forniti di una disciplina specifica nell'ordinamento italiano (esempio: fedi emesse da enti di gestione fiduciaria) o in un ordinamento estero (esempio: fondi di investimento di diritto lussemburghese o svizzero).

In ragione di siffatto equivoco l'ambito dei titoli di massa atipici è parso a molti osservatori coincidente con quello del cosiddetto mercato alternativo del risparmio e la problematica relativa a quest'ultimo è stata fatta derivare dalla presunta « atipicità » dell'insieme dei « titoli » di investimento offerti. Se invece si riporta la nozione di titolo di massa atipico nei suoi propri confini tecnico-giuridici, è agevole scoprire che a tale nozione può ricondursi soltanto un segmento, ben individuato ed ormai « socialmente tipico », del sopraddetto mercato alternativo.

L'osservazione della prassi — documentata da testimonianze autorevoli, come quelle emerse dall'indagine conoscitiva del Senato, e da approfonditi studi come quello di un gruppo di lavoro della Banca d'Italia sul tema dei fenomeni di intermediazione finanziaria con emissione di titoli atipici — rivela infatti che, tra le numerose tecniche di intermediazione e di investimento, solo rispetto ai titoli che incorporano posizioni di associato in partecipazione ad un determinato affare (immobiliare, finanziario, agricolo) emessi in serie da una impresa (associante) in favore di un'altra impresa (associato) che provvede poi al loro collocamento tra gli investitori, si verificano i requisiti della cartolarità da un lato e della assenza di una disciplina specifica, dall'altro

lato, che appunto consentono il ricorso alla nozione di titolo di massa atipico.

Una prima conclusione è pertanto la seguente. D'ora in avanti si dovrà più correttamente parlare di mercato « alternativo » — e non di « titoli atipici » — allorché ci si intenda riferire a tutte quelle nuove forme di investimento e di intermediazione finanziaria che hanno fatto in questi ultimi tempi e stanno facendo la loro comparsa sul mercato.

A questo riguardo può osservarsi che sono attualmente presenti sul mercato alternativo i seguenti « strumenti »:

a) le fedi di investimento degli enti di gestione fiduciaria;

b) quote di partecipazione a fondi comuni mobiliari e immobiliari svizzeri e lussemburghesi;

c) i cosiddetti « certificati di partecipazione »;

d) una serie di strumenti o di tecniche di collocamento che comprendono nuove modalità di offerta collettiva sia di titoli tipici sia di titoli tipici abbinati a posizione di creditore, sia ancora di quote di partecipazione a società a responsabilità limitata (e forse anche a società di persone), sia infine documenti il più delle volte non qualificabili titoli di credito, ma al più titoli di legittimazione, miranti ad attribuire serie di diritti in rapporto a determinate operazioni (buoni frazionari di *leasing*, e simili).

Poiché questa è la materia bisognosa di regolamentazione, l'eterogeneità della stessa richiede differenziazioni di intervento laddove, beninteso, l'intervento sia necessario.

Infatti non va dimenticato che le fedi di investimento degli enti di gestione fiduciaria trovano espressa regolamentazione nell'articolo 45 del testo unico delle assicurazioni private; se a ciò si aggiunge che alle stesse si applica l'articolo 11 della legge sui fondi comuni di investimento mobiliare come pure le norme che regolano l'offerta al pubblico di valori mobiliari, sarà facile dedurre come per le stesse

esiste una completa disciplina che consente di annoverarle nella categoria dei titoli « tipici » o « nominati ».

Per le quote emesse dai fondi comuni di investimento mobiliare o immobiliare va del pari osservato come il legislatore abbia già in buona parte provveduto: l'opera sarà completata con l'approvazione del disegno di legge sui fondi comuni di investimento immobiliari, già in discussione presso il Senato.

Per quanto riguarda, poi, i certificati di partecipazione, va subito sottolineato come anch'essi trovino una precisa regolamentazione quanto all'ammontare dell'emissione (articolo 11 della legge sui fondi), quanto alla loro offerta al pubblico (articoli 18 e seguenti del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, convertito nella legge 7 giugno 1974, n. 216, come modificato dall'articolo 12 della legge sui fondi), e quanto al trattamento fiscale (articolo 5 del decreto-legge 30 settembre 1983, n. 512, convertito con modificazioni nella legge 25 novembre 1983, n. 649). Gli stessi, inoltre, possiedono tutte le caratteristiche dei titoli di credito ed hanno conosciuto una costante e rilevante diffusione avendo ormai assunto il carattere di uno strumento di investimento idoneo a consentire alle imprese il reperimento di capitali di rischio aggiuntivi.

I certificati di partecipazione sono attualmente privi soltanto di disciplina civilistica ed in ragione di tale lacuna vanno assunti nella categoria dei titoli atipici in senso proprio.

Per contro, gli strumenti compresi nell'elenco fatto alla lettera d) hanno caratteristiche tra loro eterogenee: non sono titoli di credito in senso tecnico giuridico; non hanno ancora né nel loro complesso né singolarmente raggiunta una precisa configurazione ed una significativa diffusione.

Sulla base di quanto precede si possono delineare gli interventi più adatti alle fattispecie che devono essere regolamentate.

Posto che nessun intervento è richiesto, almeno teoricamente, per i titoli di cui alle lettere a) e b), l'intervento del

legislatore dovrà e potrà articolarsi in due fasi tra di loro distinte: provvedendo, in primo luogo, a colmare la accennata lacuna mediante una compiuta disciplina del certificato di partecipazione sotto i molteplici e necessari aspetti che attengono al titolo con riguardo alla nozione, all'adempimento della prestazione, ai suoi requisiti, ai soggetti emittenti, ai controlli ed agli istituti a tale scopo previsti (assemblea dei possessori, obbligo dei rendiconto e azioni individuali), eccetera; dettando, secondariamente, per l'emissione dei valori mobiliari di qualsiasi specie, presenti e futuri, non espressamente regolati dalla legge, disposizioni-griglia che, mediante rinvio a parte essenziale delle norme stabilite per i certificati di partecipazione nonché per effetto dell'applicabilità ad essi, come a tutti i valori mobiliari in genere, delle disposizioni contenute nella legge n. 77 in ordine al controllo dei flussi finanziari e del collocamento presso il pubblico, realizzino lo scopo perseguito della tutela del risparmio senza tuttavia « chiudere » al mercato ogni possibilità di fecondo sviluppo.

Funzione di una disciplina legislativa dei certificati di partecipazione non può che essere quella di rafforzare la tutela degli investimenti nei confronti dell'emittente.

Nella situazione attuale una tutela dei possessori dei titoli in esame è fornita dalla disciplina del mercato mobiliare per l'ipotesi che i titoli stessi formino oggetto di collocamento presso il pubblico degli investitori. Come è ben noto, l'articolo 18 del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, convertito nella legge 7 giugno 1974, n. 216, modificato dall'articolo 12, primo comma della legge n. 77 del 1983, prevede un obbligo di comunicazione alla CONSOB, nonché un obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo redatto secondo le prescrizioni della CONSOB a carico di chi provveda a sollecitare il pubblico con riguardo a valori mobiliari. L'articolo 18-*quater* (introdotto dal precitato articolo 12) assicura poi l'informazione periodica degli investitori

prescrivendo alle società di cui all'articolo 18 la redazione e la comunicazione alla CONSOB di una relazione semestrale (anzitutto prevista per le sole società quotate in Borsa) ed attribuendo alla CONSOB il potere di assoggettare le società medesime alle norme sulla revisione e sulla certificazione dei bilanci.

Dato che il certificato di partecipazione rientra nella nozione di valore mobiliare — come dettata dall'articolo 18-*bis* del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95 (introdotto dall'articolo 12, primo comma, della legge n. 77 del 1983) — il collocamento presso il pubblico di certificati di partecipazione è sottoposto dunque ad una regolamentazione dell'informazione sia iniziale sia periodica al pari di ogni altro titolo, tipico o atipico, di investimento.

È, poi, noto che, per l'articolo 11, della legge n. 77, l'offerta al pubblico di valori mobiliari diversi da quelli per la cui emissione siano previste altre forme di controllo amministrativo, è soggetta al controllo della Banca d'Italia. Tale controllo, che l'articolo 11 espressamente qualifica in termini di controllo dei flussi finanziari e che certamente riguarda l'emissione di certificati di partecipazione destinati ad essere collocati fra il pubblico, realizza una tutela degli investitori in genere, non dei soli possessori dei titoli oggetto della singola emissione, nella misura in cui tende ad assicurare la stabilità e l'efficienza del mercato finanziario.

Nel quadro ora delineato la atipicità dei titoli in esame deve essere valutata con attenzione: lungi dal significare che questi titoli siano sforniti oggi di una disciplina (diversa da quella propria dei titoli di credito in genere e dell'associazione in partecipazione), essa vuol dire piuttosto che l'ordinamento mentre assoggetta i certificati di partecipazione in quanto valori mobiliari ad una disciplina di mercato, non sottopone i titoli medesimi ad una regolamentazione del genere di quella specificamente dettata per le azioni e le obbligazioni di società: i possessori di certificati di partecipazione si trovano, cioè, sforniti di tutele analoghe a

quelle che il diritto azionario riconosce ai possessori di azioni e di obbligazioni.

Tale situazione non sembra, in una prospettiva di politica del diritto, giustificata, posto che i titoli in esame costituiscono, al pari delle azioni e delle obbligazioni, strumenti di ricorso al mercato dei capitali per il finanziamento dell'impresa emittente e quindi meritano strutture organizzative e tutele specifiche consone alla loro natura e funzione.

In via preliminare, deve allora legislativamente riservarsi la facoltà di emettere certificati di partecipazione alle società per azioni. Questa limitazione, invero, ad avviso di taluni sarebbe già implicita nel nostro sistema legislativo e configurerebbe le società per azioni come strutture organizzative istituzionalmente abilitate a far ricorso al pubblico risparmio mediante l'emissione di titoli di massa tipici ed atipici. Dopo l'emanazione della legge n. 77 si è da altri, ancora, osservato, che il nuovo testo dell'articolo 18, primo comma, ultima parte, del citato decreto-legge n. 95 del 1974, consacrerrebbe il principio che la libertà di emettere titoli di massa atipici spetta alle sole società per azioni (oltre che agli enti pubblici dotati di certi requisiti patrimoniali). Una conferma legislativa di tale principio, in sede di disciplina dei certificati di partecipazione, eliminerà comunque ogni residuo motivo di incertezza e consentirà di inquadrare la nuova normativa nel suo corretto ambito istituzionale, rappresentato appunto dal diritto societario.

Agli schemi ed ai criteri propri del diritto azionario debbono, poi, essere improntati i meccanismi organizzativi e di tutela da dettare per i certificati di partecipazione. L'individuazione di tali meccanismi deve tener conto, in particolare, della collocazione tipologica dei certificati di partecipazione rispetto agli altri titoli che già risultano disciplinati.

In proposito, è pacifico che i certificati di partecipazione occupano una posizione intermedia tra le azioni e le obbligazioni: come le prime attribuiscono una partecipazione agli utili e sono titoli di

rischio; come le seconde, invece, incorporano un diritto a natura meramente obbligatoria e non attribuiscono alcun potere organico all'interno della compagine societaria. Ancora con riguardo alle azioni i certificati di partecipazione si avvicinano al polo delle azioni di risparmio (le quali pure non attribuiscono un diritto di voto), ma non si identificano con queste per il motivo che gli apporti degli associati costituiscono corrispettivo della partecipazione e non conferimento, e non possono essere imputati al capitale sociale.

Questa collocazione tipologica intermedia dei certificati di partecipazione implica che la loro disciplina sia disegnata avuto riguardo alla disciplina delle obbligazioni e delle azioni di risparmio, lasciando spazio tuttavia a soluzioni differenziate ove meglio rispondano al contenuto ed alla funzione propria dei titoli in esame. A tali essenziali criteri si è ispirata l'elaborazione del disegno che qui si introduce.

Va da ultimo considerato (non per rilevanza gradata, ma in quanto trattasi di disposizioni aventi carattere generale e, per così dire, polivalente) che — indipendentemente dalla disciplina prevista per i certificati di associazione in partecipazione allo scopo di una compiuta riconduzione dei medesimi nell'alveo di una specifica normativa civilistica nonché dalla disciplina « residuale » dettata per i valori mobiliari non soggetti a distinte regolamentazioni — si pone la tematica del controllo dei flussi finanziari a fini di stabilità del relativo mercato e, in particolare, per l'equilibrio tra i diversi ordini di grandezza che concorrono a formare i flussi in questione in un periodo dato.

In armonia con quanto già stabilito dall'articolo 11 della legge n. 77, che ha assoggettato, con riguardo alla fase del collocamento, il regolamento di codesti flussi a procedure di controllo demandate alla Banca d'Italia, anche per quanto ha tratto al momento, per così dire propedeutico rispetto al collocamento, dell'emissione di valori mobiliari *tout court*, sia che si esprima all'atto della costitu-

zione di società per azioni e in accomandita per azioni, sia che si esprima, nel prosieguo della vicenda societaria, nell'acquisizione di nuovo capitale di rischio o di credito mediante emissione di azioni, di obbligazioni, di certificati di partecipazione o di valori mobiliari di qualsiasi altra specie (quali regolati nel capo III del presente disegno di legge), si è formulata, e si propone, una duplice previsione legislativa:

a) di assoggettamento della « emissione » di valori mobiliari (salvo esenzioni di cui *infra* nel commento all'articolo) all'obbligo della preventiva comunicazione alla Banca d'Italia qualora superino la soglia dei 5 miliardi di lire (già vigente ai fini delle relative autorizzazioni secondo l'attuale sistema di cui si propone modifica);

b) di attribuzione all'Istituto centrale, ai fini delle procedure di controllo, di tutti i compiti e le facoltà che attualmente esercita in materia di governo dei flussi finanziari, per effetto di quanto disposto dall'articolo 11 della legge n. 77, con riguardo alla fase del collocamento dei titoli.

Lo scopo di una disciplina siffatta è, da un lato, quello di « saldare » le procedure con riguardo alle fasi sia dell'emissione sia del collocamento rendendo organico l'intervento in materia già previsto da parte della Banca d'Italia e, per altro verso, quello di ricondurre ad unità, secondo linee di azione semplici ed efficaci, l'operato dell'autorità monetaria chiamata ad esprimersi sullo stesso fenomeno. Infatti, sotto il duplice profilo dell'emissione e del collocamento di valori mobiliari, la tematica del governo dei flussi tende un unico problema di natura macroeconomica (cui già si è fatto cenno): quello di garantire il più possibile la stabilità del mercato finanziario intervenendo, entro certi limiti, nella allocazione del capitale.

Agli essenziali criteri esposti in precedenza si è ispirata l'elaborazione della proposta di legge che ora si passa a com-

mentare e che si articola nei seguenti quattro capi:

Capo I: dell'emissione di valori mobiliari;

Capo II: dei certificati di associazione in partecipazione;

Capo III: dei valori mobiliari non regolati dalla legge;

Capo IV: disposizioni relative al mercato dei valori mobiliari, sanzioni, norme finali.

Il capo I detta norme intese, come detto in precedenza, a rendere organico l'intervento della Banca d'Italia in materia di controllo dei flussi finanziari. Sugli articoli 1 e 2 basti qui osservare:

che è parso opportuno (articolo 1) prevedere che il Ministro del tesoro possa esonerare determinate categorie di valori mobiliari dall'obbligo della comunicazione, creando così la possibilità di riservare l'intervento della Banca d'Italia alle emissioni qualitativamente e quantitativamente rilevanti;

che è stata sancita (articolo 2) la necessità dell'assenso della Banca d'Italia per l'omologazione della deliberazione di emissione.

Il capo II (dei certificati di associazione in partecipazione) provvede alla tipizzazione, nel senso indicato nella parte introduttiva della presente relazione, dei certificati di associazione in partecipazione.

L'articolo 3, primo comma, definisce i titoli in rubrica e rimanda alle norme del codice civile per la disciplina del rapporto sottostante. Il secondo comma dello stesso articolo non consente l'emissione di titoli in esecuzione di contratti di associazione in partecipazione agli utili di impresa per evitare strumentalizzazioni a fini di elusione fiscale.

L'articolo 4 prevede la fissazione di un termine contrattuale per la presentazione del rendiconto ad affare ultimato, e stabilisce a quale termine sia tenuto l'associante in mancanza di previsione contrattuale.

Gli articoli 5 ed 8 risultano formulati in stretta aderenza alla disciplina delle obbligazioni e delle azioni di risparmio, la quale ultima è, per certi aspetti (assemblea, rappresentante comune), a sua volta modellata su quella delle obbligazioni: tutto ciò riflette la sopra enunciata collocazione dei titoli oggetto di esame in una area tipologica intermedia tra le obbligazioni e le azioni di risparmio. In particolare, l'articolo 5 fissa i requisiti dei certificati di associazione in partecipazione prescrivendo indicazioni analoghe a quelle richieste dagli articoli 2354 e 2413 del codice civile; l'articolo 8 regola l'assemblea e prevede un rappresentante comune dei possessori di certificati di associazione in partecipazione secondo il modello adottato dal codice civile per l'assemblea e per il rappresentante comune degli obbligazionisti e ripreso dall'articolo 16 della legge n. 216 del 1974 in tema di azioni di risparmio.

L'articolo 6 individua i soggetti ai quali è consentita l'emissione e/o l'offerta di certificati di associazione in partecipazione attraverso il rimando alle società ed agli enti di cui all'articolo 18, primo comma, del citato decreto-legge n. 95 del 1974: tali soggetti sono, secondo la disposizione richiamata, « le società per azioni con sede in Italia, le società estere debitamente autorizzate, secondo le norme vigenti, gli enti pubblici, nonché le aziende speciali, con bilancio in pareggio, delle regioni, delle province e dei comuni, singole o consorziate, anche aventi autonomia personalità giuridica, istituite per la gestione di servizi di pubblica utilità, con patrimonio assegnato e conferito di almeno due miliardi ».

Il secondo ed il terzo comma dell'articolo 6, provvedono rispettivamente a stabilire il capitale minimo degli emittenti ed a fissare i requisiti dei quali debbono essere in possesso gli amministratori, i dirigenti, i funzionari o preposti, con potere di rappresentanza generale, degli emittenti stessi, ispirandosi alle disposizioni contenute nell'articolo 1 della legge 23 marzo 1983, n. 77, istitutiva dei fondi comuni di investimento mobiliari.

L'articolo 7 individua l'organo competente a deliberare l'emissione dei certificati di associazione in partecipazione, specificando il contenuto minimo della relativa deliberazione dalla quale devono, in particolare, risultare le condizioni dell'associazione in partecipazione. Il medesimo articolo, inoltre, mutuando dalla disciplina prevista dall'articolo 2436 per le deliberazioni delle società per azioni che comportino modificazioni dell'atto costitutivo, rende applicabile la disciplina dettata dall'articolo 2411 del codice civile, che prevede il deposito e l'iscrizione presso il registro delle imprese (cfr. articolo 100 delle disposizioni di attuazione del codice civile) della deliberazione di emissione previa omologazione da parte del tribunale competente.

L'articolo 9 prevede l'obbligo per gli emittenti di depositare presso la CONSOB e presso la propria sede, entro precise scadenze, il rendiconto annuale della gestione ovvero il rendiconto dell'affare compiuto. Poiché i titoli oggetto di regolamentazione attribuiscono la partecipazione agli utili di uno o più determinati affari, il rendiconto avrà un contenuto più limitato di quello del bilancio dell'emittente e del relativo conto dei profitti e delle perdite, ma tuttavia dovrà riflettere la struttura di tali documenti: la disposizione in esame attribuisce alla CONSOB l'incarico di emanare lo schema — o gli schemi — al quale dovranno attenersi gli emittenti nella redazione dei loro rendiconti. L'ultimo comma dell'articolo in commento dispone che dal bilancio e dal conto dei profitti e delle perdite dell'emittente risultino dati che la disciplina civilistica di questi ultimi documenti non prevede distintamente, ma che sono tuttavia essenziali per l'informazione sia dei possessori dei titoli, sia dei soci e dei terzi: tali dati riguarderanno, soprattutto, la percentuale di partecipazione agli utili ed alle perdite spettanti ai possessori di titoli, nonché il debito di restituzione della società nei confronti dei possessori medesimi.

Il capo III della proposta di legge tratta dell'emissione di valori mobiliari non regolati dalla legge.

Con le disposizioni contenute nel presente capo si è inteso creare, in armonia con quanto prefigurato nella parte introduttiva della presente relazione, un quadro di riferimento all'interno del quale sia pur sempre possibile la creazione di nuovi strumenti finanziari, purché sia garantita una soglia minima di controllo e di informazione nell'interesse ed a tutela degli investitori.

Le norme contenute nel presente capo regolano la materia per rimando alle disposizioni contenute nel capo II, dichiarandole applicabili alla fattispecie in esame, sia pure con gli opportuni adattamenti.

In particolare, l'articolo 10 fissa i requisiti minimi ai quali dovranno rispondere, d'ora in avanti, i valori mobiliari diversi da quelli oggi già legislativamente tipizzati, stabilendo inoltre il divieto di emissione di valori mobiliari che rappresentino quote di società di persone, quote di società a responsabilità limitata o comunque quote di società dal possesso delle quali derivi illimitata responsabilità. In questa prospettiva il secondo comma dell'articolo 10 specifica, nella sua parte finale, che la partecipazione alle perdite, se prevista, non potrà in alcun caso superare il valore nominale del titolo e quindi il valore dell'iniziale versamento da parte dell'investitore.

L'articolo 11 individua i soggetti ai quali è consentita l'emissione di valori mobiliari non regolati dalla legge, introduce un controllo di legittimità sulle emissioni, un obbligo di rendiconto e prevede l'assemblea dei possessori dei titoli, il tutto con rimando alle disposizioni contenute nel precedente capo II.

La proposta di legge è chiusa dal capo IV contenente disposizioni relative al mercato dei valori mobiliari, sanzioni e norme finali.

In particolare l'articolo 12, mutuando dalla proposta di legge ad iniziativa dei deputati Minervini e Visco presentata alla Camera dei deputati il 13 settembre 1983, prevede l'estensione delle disposi-

zioni dell'articolo 18-*quater* del citato decreto-legge n. 95 del 1974, introdotto dalla legge n. 77 del 1983 anche ai soggetti che emettano valori mobiliari senza provvedere direttamente ad offrirli al pubblico ed ai soggetti che detengano valori mobiliari per conto degli investitori.

L'ultimo comma dell'articolo 12 rispondendo ad una esigenza da più parti segnalata, modifica le disposizioni contenute nella lettera c) dell'articolo 18 del decreto del Presidente della Repubblica 31 marzo 1975, n. 138, da un lato includendo l'ISVAP tra gli organi ai quali la CONSOB può chiedere comunicazioni di dati e notizie in loro possesso, e d'altro lato stabilendo un criterio di reciprocità.

L'articolo 13 riconosce l'ammissibilità dei valori mobiliari in genere alla quotazione ufficiale, rinviando ai regolamenti che la CONSOB potrà adottare ai sensi dell'articolo 8 del decreto del Presidente della Repubblica 31 marzo 1975, n. 138, per la fissazione dei requisiti e delle modalità di ammissione. In verità, mentre da un lato già l'articolo 12 della legge 20 marzo 1913, n. 272, genericamente riconosce ammissibili al mercato ufficiale « i titoli delle società commerciali per azioni », d'altro canto la CONSOB parrebbe già fornita di un potere regolamentare in base all'articolo 1 della legge 23 febbraio 1977, n. 49: una conferma eliminerà, tuttavia, ogni possibile incertezza.

L'articolo 14 punisce con l'ammenda da lire dieci milioni alla metà del valore totale dell'operazione chiunque ometta di assoggettarsi al controllo preventivo della Banca d'Italia o, in caso di offerta al pubblico, ometta di comunicare l'operazione alla CONSOB. Sembra opportuno consentire al giudice una maggiore possibilità di graduazione della pena di quanto non consenta attualmente l'ultimo comma dell'articolo 18 del citato decreto-legge n. 95 del 1974 che fissa il minimo dell'ammenda in un ammontare pari al quarto del valore totale dell'operazione: il secondo comma dell'articolo 14, di conseguenza, abroga la disposizione testé ricordata, sostituita dalle disposizioni con-

## IX LEGISLATURA — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI — DOCUMENTI

tenute nel primo comma dello stesso articolo 14.

Chiude la presente proposta di legge l'articolo 15 con alcune disposizioni finali.

La norma del primo comma risponde all'esigenza di conservare validità ed efficacia alle emissioni sin qui fatte, anche se

per ipotesi non rientranti nella prevista normativa.

Il secondo comma dell'articolo 15 abroga la legge 3 maggio 1955, n. 428, e successive modificazioni, stante la nuova normativa della materia introdotta dalle norme contenute nel capo I.

PAGINA BIANCA

**PROPOSTA DI LEGGE**

PAGINA BIANCA

## PROPOSTA DI LEGGE

## CAPO I.

DELLA EMISSIONE  
DI VALORI MOBILIARI.

## ART. 1.

*(Comunicazione preventiva  
alla Banca d'Italia).*

Ai soli fini del controllo dei flussi finanziari, la costituzione di società per azioni e in accomandita per azioni e la emissione di azioni, di obbligazioni, di certificati di associazione in partecipazione, di fedi di investimento e dei valori mobiliari di cui al capo terzo della presente legge sono soggette, per quanto concerne i conferimenti da eseguirsi in danaro, alla preventiva comunicazione alla Banca d'Italia.

Sono esenti dalla comunicazione di cui al comma che precede:

a) la costituzione di società per azioni e in accomandita per azioni con capitale pari o inferiore a lire cinque miliardi;

b) gli aumenti di capitale, l'emissione di obbligazioni, di fedi di investimento, di certificati di partecipazione, anche deliberati o da eseguirsi in più riprese, qualora non superino singolarmente l'importo di lire cinque miliardi;

c) l'emissione di titoli di Stato o garantiti, in tutto o in parte, dallo Stato;

d) l'emissione di quote di partecipazione ai fondi comuni di investimento mobiliare aperti disciplinata dalla legge 23 marzo 1983, n. 77;

e) l'emissione di altri valori mobiliari specificamente esentati dalla legge.

Il Ministro del tesoro può, sentita la Banca d'Italia, esentare con proprio decreto motivato, ed in funzione dell'am-

montare e delle caratteristiche finanziarie delle operazioni e delle loro modalità nello stesso decreto precisate, determinate categorie di valori mobiliari dall'obbligo della comunicazione.

Il collocamento di valori mobiliari esteri resta soggetto anche alle autorizzazioni ed ai controlli previsti dalle vigenti norme valutarie.

#### ART. 2.

*(Procedura di controllo).*

Nella comunicazione di cui all'articolo 1, l'emittente deve indicare l'ammontare dell'emissione e le caratteristiche finanziarie della stessa sulla base di uno schema generale di comunicazione predisposto dalla Banca d'Italia entro sessanta giorni dall'entrata in vigore della presente legge.

Alla Banca d'Italia spettano i compiti e le facoltà di cui all'articolo 11 della legge 23 marzo 1983, n. 77.

L'assenso della Banca d'Italia è condizione per l'omologazione della delibera di emissione. L'assenso tacito è comprovato da copia della comunicazione inviata alla Banca d'Italia e da una dichiarazione rilasciata sotto la propria responsabilità dal legale rappresentante dell'emittente.

### CAPO II.

#### DEI CERTIFICATI DI ASSOCIAZIONE IN PARTECIPAZIONE.

#### ART. 3.

*(Nozione).*

I certificati di associazione in partecipazione sono titoli di credito che l'associante emette all'ordine dell'associato in esecuzione di un contratto di associazione in partecipazione agli utili di uno o più affari stipulato ai sensi delle disposizioni contenute nel titolo VII del libro V del codice civile.

L'emissione dei certificati predetti non è consentita, a pena di nullità, in esecuzione di contratti di associazione in partecipazione agli utili di impresa.

ART. 4.

*(Adempimento della prestazione).*

Dopo la conclusione dell'affare costituente l'oggetto del contratto, il pagamento delle somme di spettanza dell'associato deve essere compiuto entro il termine contrattualmente fissato per la presentazione da parte dell'associante del rendiconto previsto nella prima parte del terzo comma dell'articolo 2552 del codice civile.

In caso di mancata prefissione del termine il menzionato rendiconto deve essere presentato entro sei mesi dalla conclusione dell'affare.

Sono consentiti i patti che prevedano, in tutto o in parte, la restituzione anticipata dell'apporto nonché la distribuzione di utili periodici.

ART. 5.

*(Requisiti dei certificati di associazione in partecipazione).*

I titoli di cui al presente capo devono contenere le seguenti indicazioni:

1) la denominazione, l'oggetto, la sede dell'emittente, con l'indicazione dell'ufficio del registro delle imprese presso il quale è iscritto;

2) il capitale sociale versato ed esistente al momento dell'emissione;

3) la data della delibera assembleare di emissione e gli estremi della sua omologazione ed iscrizione nel registro delle imprese;

4) l'ammontare complessivo dell'emissione, il valore nominale di ciascun titolo e le somme ancora da versare per la sua totale liberazione;

5) il testo integrale del contratto di associazione in partecipazione in base al

quale i titoli sono emessi nonché l'indicazione delle forme e modalità di circolazione, di rendimento e di rimborso dei titoli medesimi.

ART. 6.

*(Soggetti emittenti od offerenti di certificati di associazione in partecipazione).*

Possono procedere all'emissione e alla vendita mediante offerta al pubblico di certificati di associazione in partecipazione di cui all'articolo 3 esclusivamente le società e gli enti di cui all'articolo 18, primo comma, del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, convertito in legge, con modificazioni, dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, come modificato dall'articolo 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77.

Gli emittenti di cui al comma precedente debbono avere, a seconda della loro natura, un capitale sociale, un fondo di dotazione, un patrimonio assegnato e conferito, esistente, non inferiore a due miliardi di lire.

Gli amministratori, i dirigenti, i funzionari o i preposti, con potere di rappresentanza generale, degli emittenti di cui al primo comma del presente articolo, ove si tratti di società per azioni con sede in Italia o di società costituite all'estero, devono possedere i requisiti di cui all'articolo 1, quarto comma, lettera c), della legge 23 marzo 1983, n. 77.

ART. 7.

*(Controllo di legittimità sulle emissioni).*

La deliberazione di emissione dei certificati di associazione in partecipazione previsti all'articolo 3 della presente legge, da parte di società italiane od estere, deve essere assunta dall'assemblea competente per le modifiche statutarie, secondo la legge nazionale sulle società, ed è soggetta a deposito, omologazione e iscrizione ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2411 del codice civile.

La deliberazione deve indicare l'affare oggetto dell'associazione in partecipazione, le condizioni della stessa nonché l'ammontare complessivo dei titoli da emettersi ed il valore nominale di ciascuno.

ART. 8.

*(Assemblea dei possessori di certificati di associazione in partecipazione).*

I possessori di certificati di associazione in partecipazione, anche se per pattuizione contrattuale i titoli sono detenuti da altri per loro conto, hanno diritto di intervento e di voto in una speciale assemblea che delibera:

1) sulla nomina o revoca del rappresentante comune;

2) sulle modificazioni dei rapporti contrattuali con l'emittente;

3) sulle proposte di amministrazione controllata e concordato preventivo dell'emittente;

4) sulla costituzione di un fondo comune per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi e sul rendiconto relativo;

5) sugli altri oggetti di interesse comune per i portatori dei certificati di associazione in partecipazione.

L'assemblea è convocata dall'organo amministrativo dell'emittente o dal rappresentante comune, quando lo ritengano necessario o quando ne è fatta richiesta da tanti possessori di certificati di associazione in partecipazione che rappresentino almeno il ventesimo dell'ammontare complessivo dei certificati emessi e non estinti.

All'assemblea si applicano le disposizioni degli articoli 2415 e 2416 del codice civile.

L'emittente, per i certificati eventualmente posseduti, anche se da altri dete-

nuti per suo conto, non può partecipare alle deliberazioni.

All'assemblea possono assistere gli amministratori ed i membri dell'organo di controllo dell'emittente.

Si applica altresì la disciplina di cui agli articoli 2417, 2418, 2419 del codice civile intendendosi sostituiti al termine « obbligazionista » quello di « possessore di certificati di associazione in partecipazione » e al termine « società » quello di « emittente ».

#### ART. 9.

##### *(Rendiconto).*

Gli emittenti devono depositare sia presso la Commissione nazionale per le società e la borsa, sia presso la propria sede entro centoventi giorni dalla fine di ogni esercizio o entro i termini previsti nei commi primo e secondo dell'articolo 4 della presente legge il rendiconto annuale della gestione ovvero il rendiconto dell'affare compiuto, redatto secondo lo schema prescritto, anche in via generale, dalla Commissione nazionale per le società e la borsa.

I possessori dei certificati di associazione in partecipazione hanno diritto di consultare il rendiconto, che deve restare depositato presso la sede della emittente, e di averne copia a proprie spese.

Per le società costituite all'estero i menzionati adempimenti devono essere compiuti presso la sede secondaria stabilita in Italia.

Si applica, per quanto concerne il rendiconto sia annuale sia finale, la disposizione contenuta nell'articolo 2621, numero 1, del codice civile.

Le voci che concorrono a formare il rendiconto devono essere apposte in distinta sezione del bilancio dell'emittente.

CAPO III.  
DELL'EMISSIONE  
DI VALORI MOBILIARI  
NON REGOLATI  
DALLA LEGGE.

ART. 10.

*(Requisiti minimi  
dei titoli).*

I valori mobiliari diversi da quelli previsti dalla vigente normativa debbono essere incorporati in titoli, o rappresentati da documenti, liberamente trasferibili e devono contenere le indicazioni di cui ai numeri 1, 2, 3 e 4 dell'articolo 5. Devono inoltre riportare l'elencazione specifica dei diritti patrimoniali attribuiti al portatore nonché l'indicazione delle forme e modalità di circolazione, di rendimento e di rimborso.

I valori mobiliari indicati nel precedente comma non possono rappresentare quote di società a responsabilità limitata, quote di società di persone, o comunque quote di società a responsabilità illimitata. La partecipazione alle perdite, se prevista, non può superare il valore nominale del titolo.

ART. 11.

*(Soggetti emittenti, controllo di legittimità sulle emissioni, rendiconto, assemblea dei possessori di titoli).*

Ai titoli di cui all'articolo 10 si applicano le disposizioni di cui agli articoli 6, 7, 8 e 9 della presente legge per quanto attiene ai soggetti emittenti, al controllo di legittimità sulle emissioni, al rendiconto e all'assemblea dei portatori dei valori mobiliari.

## CAPO IV.

DISPOSIZIONI RELATIVE  
AL MERCATO DEI VALORI MOBILIARI.  
SANZIONI. NORME FINALI.

## ART. 12.

*(Modifiche ai controlli della CONSOB).*

L'offerta al pubblico di valori mobiliari di cui all'articolo 1, primo comma, della presente legge resta disciplinata dagli articoli 18, 18-ter e 18-quater del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, convertito in legge, con modificazioni, dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, come modificato dall'articolo 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77, e dalla presente legge.

Dopo il primo comma dell'articolo 18-quater del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, convertito in legge, con modificazioni, dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, aggiunto dall'articolo 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77, è inserito il seguente:

« La disciplina di cui al citato articolo 3, lettere *b)* e *c)*, si applica anche:

*a)* ai soggetti emittenti valori mobiliari per i quali altri facciano offerta al pubblico;

*b)* ai soggetti i quali, in base alle clausole contrattuali di collocamento stipulate con gli acquirenti, devono detenere, possedere o amministrare valori mobiliari per conto e comunque nell'interesse degli acquirenti, quando l'acquisto avvenga a seguito di offerta al pubblico ».

La lettera *c)* dell'articolo 18 del decreto del Presidente della Repubblica 31 marzo 1975, n. 138, è sostituita dalla seguente:

« *c)* può chiedere alla Banca d'Italia, all'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo (ISVAP) e al Ministero delle partecipazioni statali, che sono tenuti a prestare ogni

collaborazione, la comunicazione di dati e notizie nonché la trasmissione di atti e documenti dei quali detti organi siano venuti in possesso nell'esercizio della loro attività istituzionale. La Banca d'Italia, l'ISVAP e il Ministero delle partecipazioni statali possono chiedere alla Commissione analogo collaborazione. Non è reciprocamente opponibile il segreto d'ufficio ».

ART. 13.

*(Quotazione dei valori mobiliari).*

I valori mobiliari di cui all'articolo 1, primo comma, della presente legge possono essere ammessi, su istanza dell'emittente o d'ufficio, alla quotazione in borsa o nel mercato ristretto secondo le norme che regolano tali mercati ed in conformità ad appositi regolamenti deliberati dalla Commissione nazionale per le società e la borsa.

ART. 14.

*(Sanzioni).*

Chiunque, essendovi obbligato, ometta di assoggettarsi al controllo preventivo della Banca d'Italia di cui agli articoli 1 e 2 della presente legge o, in caso di offerta al pubblico, ometta di comunicare l'operazione alla CONSOB ovvero violi le disposizioni dell'articolo 18 del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, convertito in legge, con modificazioni, dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, come modificato dall'articolo 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77, è punito con l'ammenda da lire dieci milioni alla metà del valore totale dell'operazione.

L'ultimo comma dell'articolo 18 del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, convertito in legge, con modificazioni, dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, come modificato dall'articolo 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77, è abrogato.

## ART. 15.

*(Disposizioni finali).*

Alle operazioni per le quali, alla data di entrata in vigore della presente legge, sia già stata effettuata almeno una delle comunicazioni previste dall'articolo 18 del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, convertito in legge, con modificazioni, dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, come modificato dall'articolo 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77, dalla legge 3 maggio 1955, n. 428, o dall'articolo 11 della legge 23 marzo 1983, n. 77, continuano ad applicarsi le disposizioni precedentemente vigenti.

La legge 3 maggio 1955, n. 428, è abrogata.