

## **ASSETTI PROPRIETARI**

18 ottobre 2024

### **Sintesi**

La riunione ha trattato tematiche relative agli assetti proprietari e alla regolamentazione delle partecipazioni azionarie, con particolare attenzione agli obblighi di comunicazione per le partecipazioni rilevanti. È stato discusso un caso storico riguardante la Fiat, in cui un prestito obbligazionario convertibile avrebbe potuto compromettere il controllo della società, ma grazie a un derivato finanziario, il controllo è stato mantenuto. Si è evidenziato l'importanza della trasparenza nel mercato e le modifiche normative che sono seguite a tale vicenda. Inoltre, sono stati analizzati i vincoli legali relativi alle partecipazioni superiori a determinate soglie e le sanzioni per la mancata comunicazione, inclusa la sospensione del diritto di voto per chi non rispetta tali obblighi. La discussione ha anche toccato il ruolo degli operatori del risparmio gestito e le specifiche regole che li riguardano, evidenziando la necessità di una vigilanza adeguata per prevenire conflitti di interesse tra banche e industrie.

### **Trascrizione**

Allora, proseguiamo noi oggi sempre nell'esame delle tematiche relative agli assetti proprietari e capisco che l'argomento non è di più divertente dal punto di vista illustrativo, però è importante che voi ne conosciate il contenuto perché in realtà è una regolamentazione di grande impatto di grande impatto di funzionamento, nel senso che comporta poi la trasferimento al mercato di una serie di informazioni molto rilevanti e nel corso del tempo ha anche subito notevoli modificazioni per tenere conto dell'evoluzione degli strumenti che gli operatori di mercato utilizzano allo scopo di aggregare le proprie partecipazioni nelle società quotate. Vi dicevo ieri delle metodologie per la determinazione, per individuare il soggetto poi ultimo destinatario di queste comunicazioni, nel senso che quello che noi dobbiamo avere a riferimento è la catena di controllo, quindi individuare chi al vertice di questa catena di controllo è effettivamente l'operatore, scusate, il partecipante effettivo, cioè quello o colui il quale può in concreto esercitare i diritti sulla società quotata, nonostante il fatto che magari la partecipazione sia detenuta tramite una serie di società interimposte, come ho descritto, una catena di controllo più o meno lunga. Le disposizioni che si occupano di disciplinare questa complessa fenomenologia sono distribuite rispettivamente nel testo unico alle articoli 119 e poi nel regolamento emittente, la cosa non è da sottovalutare perché questo regolamento emittente contiene delle disposizioni di particolare significato con riguardo alla parte, vi cito anche esattamente gli articoli da cui parte, proprietario parte dall'articolo 106 di Terdecis e procede avanti. Anzitutto che cos'è, qual'è l'oggetto della, cioè chi è tenuto a fare questa comunicazione, nel senso quali tipologie di azioni sono rilevanti ai sensi della comunicazione? soltanto e duplicamente quelle per le quali si può esercitare il diritto di voto. Questo è molto importante perché nel passato forse la cosa aveva un minore impatto rispetto a quella attuale, ma sicuramente ne ha uno ben maggiore oggi. Il problema della quantificazione della percentuale di voto è diventata determinante a seguito del fatto che nel nostro ordinamento prima è stata introdotta la possibilità di esercitare il voto doppio.

E poi oggi con il decreto capitale, come vi ho già detto altre volte, è possibile avere società quotate con un numero di voto per azioni superiore perché sono ammessi fino a 10 voti per le azioni a voto pluribus. Quindi se la società quotata prima di quotarsi aveva questo tipo di possibilità l'azionista può esercitare fino a 10 diritti di voto e poi è previsto sempre nel decreto capitale l'ipotesi della cosiddetta, che si può chiamare voto incrementale, cioè la possibilità attraverso la detenzione nel corso del tempo della partecipazione di incrementare il numero di voti esercitabili. Quindi oggi esiste una piena, o almeno potenzialmente esiste una piena dissociazione tra il numero di azioni che si detengono e il numero di voti che si possono esercitare e questo è un aspetto molto significativo perché l'interesse del legislatore non è tanto sapere quante azioni uno ha cioè non è un problema di valutazione quantitativa della partecipazione e del suo impatto economico quanto, quanti voti può esercitare e quindi quanto potere può esercitare l'Assemblea tenendo conto oltretutto la circostanza che nell'ambito delle società quotate, come spesso accade, non c'è una grandissima presenza assembleare, quindi tra l'altro è spesso possibile esercitare un controllo sulla società anche se non si dispone della maggioranza assoluta dei voti, perché giocando sulla mancata presenza degli altri azionisti è evidente che io posso realizzare lo stesso risultato pur detenendo una quota di partecipazione più bassa. Faccio un esempio per tutti, pensate al caso dello Stato italiano, che ha numerose partecipazioni Enel e quant'altro, così via, Italgas e così via, e non le controlla dal punto di vista, ai sensi dell'articolo 2351 numero 1, quindi non ha il controllo assoluto dell'assemblea ordinaria dei soci, ma le controlla perché esercita un'influenza dominante sull'assemblea, perché avendo circa il 30% delle partecipazioni per ciascuna di queste società, giocando sulla circostanza che molti azionisti sono assenti, poi in questa maniera esercitare un controllo pieno su queste società. Quindi vedete questo primo aspetto estremamente importante. L'altro aspetto che viene in gioco e che nel passato non aveva anch'esso grande rilevanza ma che ha acquisito invece nel corso del tempo un sempre maggiore rilievo è quello relativo agli strumenti finanziari attraverso i quali i soggetti possono venire a detenere, esercitare un diritto di voto nelle assemblee pur non essendo formalmente dei soci qui bisogna ancora prendere in considerazione allora per spiegare questa casistica che invece nel corso del tempo ha acquisito sempre maggiore importanza noi abbiamo riferimento l'articolo centoventiquattro comma lettere di di bis di terra e spero di riuscire a poterli proiettare qua vediamo se riesco anche a renderlo un po' più evidente no, al contrario, scusate Allora, la comunicazione quindi deve essere fatta, come vedete nella norma, nei casi in cui sono dovute dai possessori di strumenti finanziari, dotati dei diritti previsti dall'articolo 2351 primo comma. Scusate, non vedevo io, ma non lo vedete. la lettera di BIS dice possesso di strumenti finanziari dotati di diritti previsti dal 2351 ultimo comma e i casi di detenzione di strumenti finanziari derivati del termine obbligo di comunicazione. Allora la prima disposizione è quella meno significativa perché concerne le ipotesi nelle quali la società, ma la casistica in Italia almeno al momento non è esistente, abbia emesso dei titoli partecipativi, cioè in altri termini non delle azioni, ma degli strumenti finanziari che possono incorporare anche diritti amministrativi, mediante i quali si è attribuito il diritto di esercitare il diritto di voto in relazione alla talune deliberazione dell'Assemblea. Questo lo citiamo semplicemente come circostanza, però nel caso in Italia al momento non esiste una fattispecie che si riferisce a questo caso. Mentre è più importante sul caso successivo quando si fa

riferimento ai strumenti finanziari derivati obbliga a esercitare questo tipo, obbliga a fare la comunicazione. Qui bisogna aprire un pochettino, chiarire un po' meglio, perché la disposizione è molto ellittica. Allora, cos'è il problema? Nel passato, quando un soggetto voleva acquisire una partecipazione dentro una società quotata, che cosa faceva? Comperava direttamente le azioni sul mercato o ad altri detentori, le azioni della società. Invece oggi, esistendo un cospicuo mercato di strumenti finanziari a termine, cioè in altri termini di contratti che danno il diritto di comprare o vendere un certo numero di azioni a una certa data a un certo prezzo, questo è tipicamente quello che viene chiamato un contratto derivato, cioè un contratto che ha un sottostante rappresentato da un certo numero di azioni, che consente la vendita e l'acquisto a termine, poi questi contratti sono anche molto elaborati, sono in realtà delle opzioni di acquisto e di vendita nella più gran parte dei casi. però la prassi negoziale si è così sviluppata che non soltanto è possibile comprare a termine o vendere a termine queste partecipazioni ma è possibile anche comprare l'esercizio di taluni diritti connessi a tali partecipazioni, in particolare il diritto di voto quella che viene chiamata la parte lunga del derivato Questa fenomenologia è stata studiata e sviluppata da uno studioso americano che si chiama Bernard Black che in un famoso studio di ormai circa 20 anni fa che si chiama Empty Voting, ha dimostrato come sostanzialmente la prassi per esercitare, per fare le scalate delle società, non era più fatta nel modo tradizionale di comprare azioni direttamente, ma comprando strumenti derivati che davano il diritto di esercitare il diritto di voto. Quindi sostanzialmente di comprare non già tutto l'azione, ma semplicemente quella parte che interessa a colui il quale vuole fare questo tipo di operazioni perché gli consente di esercitare quei diritti amministrativi che gli danno poi il diritto di voce nell'assemblea della società. e perché facevano così? Facevano così perché questo tipo di strumenti, siccome non comportava l'acquisizione della titolarità dell'azione, non avevano necessità di essere comunicati. Quindi cosa succedeva? Che era possibile allo scalatore, usiamo questa fattispecie perché è quella più semplice, di appunto sottoscrivere una serie di contratti derivati acquisire i diritti di voto e poi quando questo diventava utile esercitarli in sede assembleare senza dover però in precedenza comunicare al mercato di aver acquisito questa partecipazione e di quella rilevanza anche perché naturalmente questo è proprio tipico di mercati finanziari molto più evoluti del nostro e soprattutto molto più liquidi del nostro Nel mercato americano ci sono due aspetti di cui vi va tenuto conto, che rendono ancora più rilevante questo tipo di fenomeno. La prima è una questione correlata alle tecniche di negoziazione o le tecniche di investimento di taluni fondi speculativi, in particolare quella tecnica che si chiama tecnica del branco di lupo. Cosa succede? Che ci sono degli operatori finanziari, normalmente sono degli hedge fund, i quali osservano il mercato e guardano il comportamento di taluni, altri fondi, di taluni, altri operatori che sono specializzati appunto nell'aggregare, nello scalare le società o comunque nel tentativo di valorizzare le proprie partecipazioni attraverso tattiche aggressive. Potrebbero essere anche, come dicevo ieri, degli activist investor, ma non necessariamente. Sostanzialmente, diciamo in chiave descrittiva, operatori finanziari che presentano questo tipo di opportunità. E che cosa fanno? Quando hanno informazioni che appunto gli vengono trasmesse al mercato, ecco la funzione della trasmissione dell'informazione, si accordano, ecco perché si chiama branco di lupi, si accordano e acquistano le stesse azioni, o comunque si operano sulle stesse società. Quindi seguono la tattica di un

operatore principale. quindi questo operatore principale che ha sviluppato questa strategia di investimento, naturalmente allo scopo di avere dei guadagni, in parte viene penalizzato perché la sua scelta viene seguita immediatamente da altri che in maniera, come potrei dire, di puro seguito, di pura imitazione, un po' da copycat, fanno la stessa cosa ecco che allora l'operatore principale diciamo il lupo della circostanza ha tutto l'interesse a rendere il più tardi possibile questo tipo di informazione ecco perché sia un vale di questi strumenti un altro modo diciamo simile per realizzare questo tipo di risultato più peraltro sul versante del prezzo più che sullo strumento è usare piattaforme di negoziazioni che sono piattaforme di scambio organizzati, cioè sempre mercati regolamentati, ma che non sono la borsa valori, la borsa principale, il mercato principale, perché su questi mercati è possibile far transitare attraverso le vendite in blocco maggiori, quantità molto maggiori, senza dover immediatamente comunicare il trasferimento perché il trasferimento e soprattutto i volumi trasferiti vengono comunicati alla fine della giornata operativa quindi gli altri operatori non hanno immediata evidenza su queste piattaforme di scambio organizzati per esempio la più famosa è TLTXT negli Stati Uniti che avvengono questi scambi di grandi dimensioni e poi ci sono delle tattiche specifiche, la tattica dell'iceberg, dello scalping e così via, che consentono anche di rendere sempre più difficile capire qual è effettivamente il prezzo negoziato per il trasferimento di quel determinato titolo. Per esempio l'accusetta tecnica chiamata Iceberg si chiama tale perché la transazione principale sta sotto, come nell'Iceberg, sotto il livello dell'acqua e quindi non si vede, quindi apparentemente il mercato percepisce l'operazione di minore dimensione ma in realtà c'è una molto più grossa che si è mossa senza essere visibile agli operatori di mercato. Quindi abbiamo questo primo episodio. Dov'è che si sono verificati nel mercato europeo delle casistiche che hanno reso significativamente rilevante questo tipo di problema? Ci sono stati due grandi casi rispettivamente uno in Germania e uno in Italia, che hanno proprio dimostrato l'importanza delle comunicazioni nel mercato di questo tipo di operazioni. Il caso tedesco riguarda una scalata da parte di una società privata di una società che si occupava della produzione di componentistica auto in cui improvvisamente da un momento all'altro questa famiglia Schiffer attestò praticamente di avere il controllo di questa società quotata avendo comprato tutti a termine tutti con derivati i diritti di voto su questa società quotata E l'altro caso molto famoso, molto interessante, è il caso della IFIL, cioè di XOR IFIL, per quanto riguarda Fiat in Italia. Qui il caso, probabilmente lo ricorderete, ma ve lo riassumo brevemente così ne avete memoria, fu fatto, cioè sostanzialmente accade questo, che nel momento della maggior crisi della Fiat, ormai più di vent'anni fa, poco dopo la morte di Gianni Amieli, venne sottoscritto da parte delle controllanti di Fiat un prestito obbligazionario cosiddetto convertendo, cioè un prestito obbligazionario con delle banche finanziatrici, la quale prevedeva che se non fosse stato possibile rimborsare questo prestito a determinate condizioni, esso si sarebbe automaticamente convertito in azione della Fiat. Questo avrebbe comportato, per le società controllate, credo fosse XOR, però non vorrei sbagliare, fatemi vedea, avrebbe comportato la perdita del controllo di Fiat, perché Fiat sarebbe scesa al di sotto del 30%, comunque una quota molto bassa di partecipazione, perché ovviamente la conversione avveniva con un rapporto evidentemente di conversione molto elevato, che quindi faceva beneficiare le banche di un'elevata quantità di azioni rinvenienti dalla conversione. Allora che cosa fecero, diciamo, due amministratori appunto di Exxor o di

IFI, adesso non ricordo chi dei due, delle quali due società, che erano rispettivamente Gabetti e Franzo Grande Steves, sottoscrissero con una banca, che in quel caso era Mary Lynch, un derivato finanziario che consentiva a Exxor di comprare un certo numero di azioni a termine se si fosse verificata la conversione. così comprando quel certo numero di azioni il rapporto di controllo su fiat sarebbe rimasto inalterato la cosa si verificò perché il prestito fu convertito e però operò anche il derivato e quindi il rapporto di controllo venne mantenuto tuttavia nel corso del tempo perché questa operazione non durò qualche giorno ma durò credo un paio d'anni nel senso che si sviluppò in un arco di tempo piuttosto lungo Il mercato ignorava l'esistenza di questo derivato finanziario a favore dei controllanti di Fiat e quindi non era in grado di percepire che comunque non si sarebbe realizzato una perdita del controllo su Fiat perché la conversione delle obbligazioni era controbilanciata dall'esistenza di un derivato in acquisto di azioni. Questo poi comportò che Consum irogò una sanzione a questi due rappresentanti della società, ci fu un contenutoso molto importante che si concluse però a favore di questi due amministratori perché fu constatato che non c'era in capo loro un obbligo di comunicare questo tipo di operazioni a quel tempo e quindi in relazione a questa specifica vicenda fu modificato la disciplina del testo unico e la disciplina anche del regolamento emittenti allo scopo di includere tra le ipotesi di obbligo di comunicazione ha anche questa, quindi vedete come in realtà questo aspetto che sembrerebbe secondario in realtà ha una importanza notevole dal punto di vista proprio del mercato perché se queste comunicazioni non fossero fatte ci potrebbero essere questi difetti di trasparenza sul mercato e quindi questi vincoli, questi limiti alla informativa del mercato stesso. l'altro aspetto è quando sorgono gli obblighi di comunicazione, cioè la logica vuole che la comunicazione debba essere fatta quando ci sia una partecipazione rilevante ora qua dobbiamo tenere in conto due considerazioni molto interessanti la prima è data dal fatto che il concetto di partecipazione rilevante non può, o meglio poi dal punto di vista della regolamentazione viene declinato in termini quantitativi molto precisi, e poi li vediamo. Però in realtà, concettualmente, non è un elemento fisso, perché il concetto di rilevanza è un concetto invece relativo, cioè dovrebbe tener conto della misura della capitalizzazione complessiva delle azioni perché solo in questo caso si può capire se effettivamente l'acquisto di quella partecipazione è più o meno significativo. Mi spiego per cercare di chiarire meglio il meccanismo. In una società, faccio degli esempi assoluti che non tengono conto poi della regolamentazione ma per chiarire il passaggio, se una società ha che abbia una capitalizzazione di borsa di 100 milioni, tanto per dare dei numeri a casa, e abbia fuori e sul mercato mille azioni, perché il socio di controllo ne detiene invece tutta la restante parte, quindi sia un titolo in qualche maniera sottile è ovvio che se io compro una percentuale anche molto bassa di quelle azioni la mia posizione acquisisce una notevole rilevanza perché rispetto alle azioni del cosiddetto flottante ne acquisiscono una partecipazione molto significativa e quindi potrebbe anche in presenza di una partecipazione meno quantitativamente importante potrebbe avere un particolare rilievo così come potrebbe accadere esattamente il contrario supponiamo una società con tantissime azioni sul mercato io compro una quota anche, partecipazione anche magari importante, però che data la capitalizzazione, data il numero di azioni presenti, in realtà non rappresenta nulla considerando il panorama complessivo delle azioni, perché magari è una percentuale estremamente limitata o non significativa. Inoltre bisognerebbe sempre

considerare la partecipazione in termini relazionali, nel senso che bisognerebbe valutare se quella partecipazione è rilevante anche rispetto alle altre partecipazioni esistenti, cioè un conte dire che io ho per esempio il 3% di una determinata società e Poi però tutti gli altri azionisti hanno tutto il 1%, allora sì che quella partecipazione è quantitativamente significativa, perché è la più importante partecipazione tra tutte le partecipazioni detenute dai vari soci della società, quindi acquisisce un elemento caratterizzante e determinante proprio perché è quantitativamente molto significativa. Diversamente, se invece quella partecipazione, pur avendo un certo peso, è controbilanciata da altri azionisti che ne hanno di maggiori, è quella stessa cosa. Ecco perché il legislatore fa due cose. Anzitutto dice alla Consob di determinare le soglie di partecipazione che sono rilevanti ai fini delle comunicazioni degli asset azionari. Qui la COSOM, forse in qualche misura addirittura eccedendo i propri poteri, nel senso che siamo al limite della delega legislativa, ha costruito un modello di determinazione delle partecipazioni rilevanti un po' particolare, nel senso che oltre a avere... allora qui il punto di riferimento è dato dall'articolo 119 del regolamento emittenti che stabilisce appunto queste soglie quantitative Perché la Consul cosa prevede? Prevede che le comunicazioni non debbano essere fatte soltanto al superamento di una prima soglia, che è quella del 5%, perché l'articolo 119 della lettera dice che la prima soglia di superamento che obbliga la comunicazione è quella del 5%. Ma prevede la comunicazione anche al 10, al 15, al 20, al 25, al 30, al 50, al 60%. quindi vedete che stabilisce una numerosità, un elevato numero di soglie il cui superamento obbliga la comunicazione. Alcune hanno effettivamente un senso operativo perché in particolare la soglia del 30% e del 50% sono particolarmente significative perché si attestano rispettivamente una sulla soglia che obbliga a lanciare le offerte pubbliche d'acquisto e la seconda è la soglia del controllo, quindi c'è un particolare significato. Le altre è un po' più dubitabile e comunque sicuramente si formano dei dubbi sull'ampiezza dell'esercizio della delega da parte della Consum. Inoltre c'è una distinzione da fare in relazione alla dimensione della società perché se voi vedete Il disposto dell'articolo 120, in particolare il secondo comma, distingue tra società ordinarie e piccole e medie imprese. Dice che coloro che partecipano, uniamonimitenti, società quotate a venti d'Italia come Stato membro, in misura superiore al 3% del capitale, ridando comunicazione alla società partecipata e alla Consobo. Nel caso in cui l'emittente sia una PMI tale soglia pare al 5%. Quindi vedete che distingue tra la dimensione della società allo scopo di individuare la rilevanza della partecipazione. Qui è importante il concetto di PMI, anche se non è importante solo a questi fini, ma è importante più genericamente perché questo elemento è stato modificato dal decreto capitali, è stata sostanzialmente ridotta la soglia delle piccole e medie imprese in modo da rendere più facile sul mercato l'operatività dei soggetti con minore capitalizzazione. L'altro aspetto è dato dal fatto che questi sogli di partecipazione potrebbero essere dalla Consum modificate l'allover ritenesse, e le ragioni un pochettino ve le ho spiegate prima, che queste soglie di partecipazione non siano efficienti a informare il mercato. Infatti si dice che al terzo comma del 120 la Consum può provvedere per esigenze di tutela degli investitori, di efficienza e trasparenza del mercato prevedere per un limitato periodo di tempo soglie inferiori a quelle indicate nel COPA2 per le società ad azionariato particolarmente diffuso. Quindi sostanzialmente afferma che cosa? Che laddove ci sia una grande diffusione sul mercato, quindi sostanzialmente diciamo le partecipazioni siano

fortemente parzializzate e quindi vi sia un rilievo, possa venire un rilievo di partecipazioni di minore percentuali, la Consul può per un certo periodo ridurre la soglia di partecipazione rilevante che obbliga alla comunicazione. Queste partecipazioni devono essere comunicate con le modalità che vi ho detto ieri, poi esiste un allegato specifico al regolamento consul che contiene la rappresentazione di come si devono comunicare nel documento di comunicazione devono essere comunicate sia in aumento sia in decremento cioè la comunicazione non è soltanto quando sale la partecipazione ma anche quando scende quindi il mercato riceve due tipologie diverse di comunicazione sia comunicazione circa l'incremento del sogno di partecipazione sia una comunicazione sul decremento del sogno di partecipazione qui è successa una cosa molto interessante con riferimento all'incremento del sogno di partecipazione. Perché? Che cosa è successo? Che alcuni anni fa si aveva il timore che soprattutto alcuni operatori stranieri che avevano grandi risorse finanziarie potessero in qualche maniera attraverso acquisti sul mercato diciamo a bassa capitalizzazione come il mercato italiano impossessarsi di partecipazioni molto significative di società quotate e quindi è stata introdotta una disposizione che è sempre contenuta nell'articolo 120, il comma 4 bis che oltre a prevedere l'ipotesi di comunicazione del superamento delle soglie relative alle partecipazioni rilevanti impone alle società che acquisiscano azioni superando rispettivamente la soglia del 10, del 20 e del 25% di fornire al mercato una serie di comunicazioni molto molto importanti perché mentre la comunicazione sul superamento delle altre soglie, quelle minori è semplicemente una comunicazione di carattere quantitativo, cioè io comunico alla Consum e al mercato che ho superato la soglia del 3%, quindi fine, non dico altro Al limite, se l'ho superata attraverso strumenti derivati, devo specificare che sto utilizzando strumenti derivati. Posso al limite conoscere come l'ho fatto, ma non c'è il perché di questo superamento di questa soglia. Invece ciò accade per quanto riguarda il superamento delle soglie che vi ho detto. perché il soggetto in questo caso, come dice la disposizione, deve dichiarare gli obiettivi che ha intenzione di perseguire nel corso dei sei mesi successivi. Nella dichiarazione sono indicati, adesso ve li leggo, i modi di finanziamento dell'acquisizione, se si agisce da soli o in concerto, se si intende fermare i suoi nonché se intende acquistare il controllo dell'emittente o comunque esercitare un'influenza sulla gestione della società. In tali casi, la strategia che intende adottare è di operazioni per metterla in opera, le sue intenzioni per quanto riguarda eventuali accordi e patti parasociali, se intende proporre l'integrazione dell'arma di blocco degli organi amministrativi o di controllo dell'emittente. Quindi voi vedete che qui, in questo caso, l'estensione della comunicazione è molto molto più vasta perché a questo punto il soggetto che ha superato queste soglie deve dichiarare quella che è la propria strategia di investimento cioè quindi soprattutto che cosa vuole fare dopo questo aspetto ha un evidente riflesso antisalata, cioè serve chiaramente a inibire o potenzialmente a inibire eventuali scalate da parte di società esterne. Perché? Perché se io anticipo le mie mosse è ovvio che il mercato tenderà a coprire delle mosse che non dico che inibiscono questo risultato, ma che quantomeno rendono meno efficiente la strategia di investimento di questo sigolo soggetto, perché se io devo chiarire al mercato tutte queste cose è ovvio che il mercato saprà già in anticipo che cosa voglio fare, anche se non l'ho nemmeno fatto. Quindi vedete che in questo caso la funzione di trasparenza imposta dalla legge è in realtà un'operazione inibitiva delle potenzialità strategiche espresse dall'operatore, dallo

scalatore o comunque da quello il quale vuole comprare con la partecipazione che potrebbe, al limite, non avere in realtà tutti questi interessi, ma semplicemente voler formare una determinata partecipazione finanziaria di un certo livello o quant'altro. Però questo aspetto che qui è stato l'effetto, o meglio è stato introdotto allo scopo appunto di proteggersi contro meccanismi eventuali aggressioni esterne e che oggi forse ha perso un po' del suo significato perché come probabilmente saprete viene considerato molto più incisivo lo strumento, l'utilizzo del cosiddetto Golden Power cioè di quelle disposizioni che non sono disposizioni del mercato finanziario ma che sono disposizioni relative al potere di intervento del governo su gli investimenti esteri in Italia che avvicina, appunto questo tipo di informazione, che avvicina i meccanismi delle società votate, nello specifico, a quella che è invece una disciplina molto più rigorosa che è propria delle società vigilate. Se voi andate a prendere la disciplina relativa alle banche, alle assicurazioni e agli intermediari finanziari, vedrete che in questi settori, per ragioni di tutela della stabilità del mercato, quindi sono regole che hanno lo scopo di esercitare la vigilanza prudenziale su questi operatori, è possibile acquisire partecipazioni fino al 9%, ma il superamento delle soglie ulteriori oltre il 10% deve essere esplicitamente autorizzato dagli organi di vigilanza relative a quello specifico settore. e questo tipo di autorizzazioni non è un'autorizzazione che può essere concessa in maniera casuale ma può essere concessa a fronte di una serie di informazioni che devono essere formulate dal soggetto che ha acquisito o che intende acquisire queste partecipazioni o che intende superare queste soglie anzi che intende acquisire queste soglie, perché proprio non si possono comprare le partecipazioni sopra quella soglia, quindi per esempio se io voglio tra virgolette comprare una partecipazione bancaria posso comprare fino al 9%, ma se voglio superare il 10% per poter comprare le azioni oltre quella soglia devo essere preventivamente autorizzato dalla BCE. Per ottenere questo tipo di autorizzazione occorre fare una vera e propria istruttoria, molto complicata tra l'altro, nella quale oltre alle strategie, alla qualificazione dei rappresentanti bancari e quant'altro, l'autorità di vigilanza deve essere informata sostanzialmente sul progetto economico-finanziario che il soggetto che intende acquisire quelle partecipazioni vuole attuare e questo vale anche in particolare per le assicurazioni. Perché questo? Perché sostanzialmente si vuole avere la possibilità di impedire il superamento di determinate soglie di partecipazione o se lo si autorizza a determinate condizioni per impedire che ci sia la possibilità che l'operatore bancario o assicurativo subisca dei pregiudizi anche di governo societario in relazione alla qualità dell'investitore. Un caso particolarmente significativo in Italia di questa vicenda riguarda il caso di Mediobanca per quanto attiene alla partecipazione che acquisì la finanziaria di Leonardo del Vecchio, che era il controllante di Luxottica, In Mediobanca si consentì il superamento della partecipazione del 10%, perché credo che attualmente abbia il 19% di Mediobanca, ma si impose delle limitazioni molto estese, perché per esempio non è possibile nominare un certo numero di amministratori dentro il Consiglio di amministrazione e così via. furono fatte delle specifiche limitazioni per impedire che questa società che si chiama Delfin potesse esercitare un vero e proprio formato di controllo su una banca come Mediobanca. Una cosa analoga successe in precedenza a un altro operatore industriale, prevalentemente questi temi emergono quando c'è in ballo il rapporto tra un operatore industriale, un soggetto non finanziario e una istituzione finanziaria, una banca in prevalenza, perché qua ci sono dei rischi anche legati al

rapporto tra banca e impresa quindi in particolare per i temi di finanziamento. Non era questo sicuramente il caso, ma probabilmente alla base di questo tipo anche di scelte regolamentari c'è anche questo tipo di tematica, che è una tematica risalente e che risale alle crisi bancarie del 1929, quando proprio l'intreccio tra Banca e Industria fu uno degli elementi determinanti per creare la crisi finanziaria di quel tempo. Dicevo che, appunto, vi fu un altro caso importante in Italia, che è il caso di una banca che ormai non esiste più, che è Banca Carige, che oggi è stata incorporata da Biper, nella quale un investitore industriale che si chiamava non mi viene in mente il nome, in precedenza proprietario di acciaierie che lui ha successivamente venduto, voleva superare certe soglie di partecipazione della banca che lui via via nel corso del tempo aveva dovuto ricapitalizzare a seguito dell'emergere di consistenti perdite su crediti. Nel caso BCE impedì alla sua società finanziaria che aveva questa partecipazione e anzi impose a questo soggetto una serie di vincoli specifici, addirittura delle modifiche statutarie, perché non ritene adeguato l'assetto organizzativo di questo soggetto per poter acquisire queste partecipazioni incrementalmente. In particolare il tema qui ruota attorno alla questione che può sembrare banale ma che invece è molto significativa. Il punto è dato dal ruolo che ha, cioè dalla qualificazione che ha questo soggetto controllato che acquisisce, che incrementa queste sue partecipazioni e quindi può esercitare un'influenza significativa sulla banca o comunque sul soggetto regolato. Perché? perché se quel soggetto non è a sua volta un soggetto che subisce l'attività di controllo da parte del regolatore, quindi non è a sua volta un soggetto vigilato, c'è il rischio che un soggetto non vigilato possa esercitare l'influenza dominante su un soggetto vigilato. Quindi delle due l'una, o quel soggetto diventa soggetto vigilato, ma allora se è soggetto vigilato, per esempio, non può detenere certe tipologie o certi livelli di partecipazione in settori non finanziari. Qui ricade di nuovo il tema banca-industria. Io posso, se sono un soggetto finanziario vigilato, posso detenere partecipazioni nel mondo finanziario, ma non le posso detenere contemporaneamente nel mondo industriale, per evitare questo tipo di intreccio tra l'uno e l'altro. Quindi, qual era il problema? E qual era anche il problema di Delphine? che non potendo diventare soggetti vigilati, la BCE non poteva esercitare su di loro quello stesso controllo che eserciterebbe sulla banca o su un altro soggetto vigilato che controlla o che esercita un'influenza dominante sulla banca. Ecco perché ci sono poi queste regole che vincolano in maniera così pervasiva il superamento delle soglie di partecipazione dentro queste particolari tipologie di soggetti. che però vi rendete conto che rappresenta, per esempio nel caso italiano, dove la borsa italiana sulle banche e sulle fortemente rappresentate, un grosso vincolo di carattere operativo perché naturalmente ciò rende questo mercato molto più, passatemi il termine, ingessato, perché la facoltà o meglio il diritto che ha l'autorità di vigilanza, in questo caso il BCE, di poter esercitare questo tipo di autorizzazioni in qualche maniera vincola l'operatività del soggetto che vuole acquisire il controllo o comunque raggiungere certi sogni di partecipazione che ritiene rilevanti ai propri fini organizzativi. Il caso più evidente cioè più vedete il caso che potrebbe avvenire in gioco per esempio nel caso di Unicredit con Commerzbank perché anche lì come voi avete probabilmente visto Unicredit ha raggiunto la soglia massima di partecipazione dove non c'è l'autorizzazione ma non ha ancora fatto richiesta di poterla superare proprio perché il superamento di queste soglie comporta poi tutta una serie di valutazioni di merito

dell'operazione da parte del regolatore che potrebbero in qualche maniera vincolare la strategia del soggetto, in questo caso di Unicredit. A questo punto dobbiamo porci un problema, qual è il riflesso della mancata o comunque della incompleta comunicazione da parte di colui quale acquisisce la partecipazione del superamento del soggetto, quindi qual è la sanzione che grava sull'operatore per non aver comunicato. Qui abbiamo due tipologie di sanzioni. Una è una sanzione amministrativa perché laddove si, poi questo accade per esempio nei casi in cui la comunicazione avviene tardivamente, per cui la Consob si accorge che tu avresti dovuto comunicare entro cinque giorni di borsa aperta e invece hai comunicato non so il sesto o settimo giorno di borsa aperta. E quindi chi irroga la sanzione amministrativa, tutti i soggetti sarebbero stati tenuti alla comunicazione, con anche qui un problema di duplicazione della sanzione, però essendo sanzioni amministrative non opera in realtà il principio di ne bis in idem, quindi ci sono diversi profili circa questa sanzione. ma dal punto di vista pratico l'aspetto più significativo è che teoricamente, non teoricamente, praticamente colui quale non ha comunicato di aver superato le soglie non può esercitare il diritto di voto quindi c'è una sospensione del diritto di voto fintanto che il soggetto non provveda la comunicazione e accanto a questa sanzione questo divieto, diciamo, il divieto di esercitare il diritto di voto, c'è un altro elemento correttivo, un'altra protezione che è rappresentata dal fatto che Consob, laddove la delibera, sia stata assunta con il voto, addirittura significativamente con il voto determinante del soggetto che non aveva comunicato la propria partecipazione, quindi in violazione del divieto di votare prima di aver comunicato la partecipazione, può impugnare la deliberazione. Cosa vuol dire? Qual è il riflesso dal punto di vista legale di questo potere impugnativo? È molto significativo, perché significa che a questo punto la Consob può entrare nel merito dell'acquisto della partecipazione, cioè può condurre a un sindacato di merito sull'acquisto della partecipazione e l'esercizio relativo del diritto di voto, quindi è un potere molto più pervasivo di un unico potere relativamente alla sanzione per la mancata comunicazione e quindi per il mancato verificarsi di un obbligo di trasparenza sul mercato. L'altro aspetto e diciamo l'ultimo che noi dobbiamo prendere in considerazione con riferimento alle partecipazioni rilevanti è quello che vi dicevo essere il ruolo dei operatori del risparmio gestito, cioè qui fino adesso noi ci siamo occupati di valutare questo tipo di comportamento, cioè questi obblighi con riferimento ai soggetti che non hanno come attività principale quella di gestire per conto altrui, diciamo, gli investimenti sul mercato quindi bisogna vedere come si fa per quei soggetti che invece svolgono questo tipo di attività Allora, qui vi sono una serie di regole particolari che riguardano proprio specificatamente questo tipo di operatori. Perché accade questo? Perché in realtà è diversa la natura e la ragione per la quale questi soggetti detengono le partecipazioni, cioè mentre un soggetto non gestore di mercato potrebbe non... anzi, può svolgere un ruolo attivo sulla società a cui partecipa invece in cui l'investimento è compiuto a scopo puramente finanziario cioè è allo scopo di naturalmente gestire in senso incrementale le risorse messe a disposizione, il denaro messo a disposizione dagli investitori quindi qui vengono in gioco due determinate situazioni la prima e la più rilevante è quella disciplinata dall'articolo 119 ter del regolamento emittenti, relativa ai problemi, ai temi legati all'aggregazione delle partecipazioni gestite. Cosa succede? Che un soggetto gestore del mercato potrebbe avere diversi organismi di investimento collettivo, potrebbe per esempio,

ci potrebbe essere un'unica società di gestione che gestisce 10 fondi di investimento, Però il fatto che li gestisca tutti lei non obbliga questa società ad aggregare le partecipazioni, per cui se io detengo 100 azioni con un fondo, 100 con un altro, 100 con un altro, non devo fare la somma di tutte queste partecipazioni. Qui ho però un criterio di totale disaggregazione, di totale autonomia, infatti la norma dice che il soggetto controllante una o più società di gestione non è tenuto ad aggregare le proprie partecipazioni agli strumenti finanziari o quelle di altre società controllate con le partecipazioni gestite, incluse le partecipazioni di strumenti finanziari, purché le società di gestione esercitano il diritto di voto inerente alle partecipazioni gestite indipendentemente dal soggetto controllante o da altre società dello stesso controllante. Cioè in altri termini che cosa dice? ciascuno dei gestori opera in maniera indipendente, tu non sei tenuto a considerarle, a trattarle come se fossero una partecipazione aggregata. Questo accade perché da l'unico caso i gestori del risparmio invece si comportano in maniera opposta, cioè siccome aderiscono a degli organismi di categoria che si occupano per esempio di presentare liste e quant'altro, a volte esercitano in maniera coordinata tutti i voti di tutte le società, di tutti i gestori che operano con i singoli veicoli di investimento, con i singoli operatori di gestione del risparmio collettivo. Quindi la vera differenza è proprio questa, per cui sostanzialmente cosa accade? Che se si verificano i presupposti che vi ho descritto noi non abbiamo rilevanza, cioè non abbiamo visibilità delle partecipazioni detenute da operatori del risparmio gestito e quindi sostanzialmente quest'area rimane estranea agli obblighi di comunicazione e in qualche maniera intrasparente al mercato Il che oggettivamente oggi potrebbe essere un tema significativo, atteso a quello che vi dicevo ieri, cioè la circostanza che ci sono sempre più, cioè che la dimensione è sempre maggiore che questi operatori acquisiscono nel corso del tempo, li rende ormai degli investitori di particolare significato quantitativo delle società, perché l'entità dei loro investimenti li rende tra i soci più importanti di queste società, anche se magari il veicolo di investimento utilizzato sono pluribili. Però indubbiamente è indiscutibile che alla fine tutto ciò si riflette almeno latentemente nella unitarietà del soggetto che poi avvia tutti questi diversi veicoli di investimento. È evidente che tutti i gestori di BlackRock non sono un unico gestore, però è altrettanto evidente che BlackRock è un'unica società e ha delle logiche di investimento che sono omogenee per tutti gli strumenti che essa utilizza. Tant'è vero che i rappresentanti di queste organizzazioni, di questi soggetti, hanno anche particolari influenze sul mercato perché tramite le loro dichiarazioni e anche le loro valutazioni su come si dovrebbero comportare le società quotate sono in grado di orientare dei veri e propri comportamenti degli emittenti in un modo piuttosto che in un altro. Due o tre anni fa, per esempio una dichiarazione dell'amministratore delegato di BlackRock in ordine alla rilevanza dei temi di ESG e del ruolo che le società dovrebbero svolgere su questa tematica, ha avuto un particolare significato, c'è stato tutto un dibattito internazionale su come doveva essere inteso questo tipo di osservazione. Tenete conto che se questo nel nostro ordinamento ha un minore impatto ma poi lo vedremo quando poi analizzeremo, ma ve lo anticipo, questi soggetti negli Stati Uniti, ma adesso lo devono fare anche in Europa, sono obbligati a anticipare prima che si avvii la stagione dei voti assembleari, sostanzialmente attorno alla tarda primavera, anticipare i loro orientamenti di voto, sulla base dei quali i presupposti voteranno nelle assemblee delle società, allo scopo di anticipare quelli che sono le scelte di carattere

gestionale che tramite il loro voto intendono far assumere, quindi la loro policy in questa materia deve essere anticipata al mercato e non può più essere a dimostrazione che a prescindere dal tema degli assetti partecipativi c'è tutta una tematica di rilevanza del ruolo di questi soggetti che va oltre quello semplice di gestione del risparmio collettivo. Direi che con questo abbiamo concluso la parte che riguarda gli assetti proprietari per quanto riguarda la comunicazione e poi la completeremo con i temi collegati all'informativa relativa agli assetti proprietari derivanti però dai patti parasociali. Oggi andiamo avanti trattando invece un tema che ha anche una grande complessità tecnica e nel passato aveva anche una certa rilevanza dal punto di vista anche proprio squisitamente operativo, che è il tema delle partecipazioni reciproche, disciplinata dall'articolo 121. Ora qui bisogna tenere conto di una circostanza che Questa disposizione, che è l'articolo 121, in realtà contempla due diverse ipotesi che devono essere esaminate in maniera separata. La prima è l'ipotesi che è la vera e propria ipotesi, no questo è troppo chiaro, la vera e propria ipotesi di partecipazioni reciproche, cioè quella quindi quando due società sono reciprocamente partecipate La seconda ipotesi, che è anche molto più complessa, è quella invece delle cosiddette partecipazioni triangolari, quindi quando sono coinvolte nel sistema di partecipazioni reciproche non due, ma tre soggetti. Qual è il sottostante di una disciplina delle partecipazioni reciproche? È, come voi sapete, qualcosa che noi individuiamo già nella disciplina delle azioni proprie, cioè quindi negli articoli 2357 e seguenti del codice civile, che riguarda le tematiche di annacquamento del capitale sociale, perché è evidente che se io sottoscrivo azioni di un'altra società e lei a sua volta sottoscrive le mie, con la stessa quantità economica posso avere una doppia sottoscrizione. è il tema molto risalente che poi ha condotto alle regole limitative sulle azioni proprie della cosiddetta Doppelgesellschaft, quel sistema che veniva usato all'inizio del secolo scorso in Germania per cui si creava un meccanismo per cui lo sottoscrivevo le azioni della società A, la quale sottoscriveva le azioni della società B, la quale sottoscriveva un aumento di capitale della società A e così via, in modo tale che il capitale in realtà fosse fittizio, perché era tutto riconducibile all'investimento iniziale. Quindi lo scopo di queste norme è impedire in qualche maniera o autorizzare in alcuni casi il verificarsi di questa circostanza e limitare i rischi che attraverso incrociatori si possano realizzare fenomeni di annacquamento del capitale sociale. Ovviamente, come voi potete capire, questi meccanismi nascono con una finalità abbastanza chiara, cioè quella di rendere più difficile la scalata impiegando un minor quantità di mezzi economici, di risorse economiche. Quindi sono sempre strumenti che in qualche maniera fungono come strumento di protezione degli azionisti esistenti contro altri azionisti. anche se a mio modo di vedere non deve essere sempre criminalizzata la logica delle partecipazioni reciproche quando avviene in termini relativamente al capitale neutrale cioè senza che vi possano essere rischi effettivi di adacquamento perché le partecipazioni in recipro che potrebbero anche soddisfare invece esigenze ed interessi assolutamente legittimi e anzi addirittura vantaggiosi ad esempio in Germania per un certo periodo di tempo tra la prima e la seconda guerra mondiale una serie di fenomeni di cooperazione tra operatori in vari settori industriali, in particolare nel settore chimico, avevano condotto alla realizzazione di numerose ipotesi di partecipazioni reciproche, che avevano la funzione di meglio realizzare la cooperazione tra imprese, anche se ovviamente Poi il limite, che in Germania poi immediatamente emerse, era quello della

cartellizzazione, perché queste partecipazioni reciproche creavano meccanismi di coordinamento tra i singoli operatori che tendevano poi alla cartellizzazione, quindi a impedire la concorrenza e quindi avere un fenomeno anticoncorrenziale. vediamo quali sono i limiti entro i quali è possibile attuare partecipazioni reciproche e quali sono i vincoli che gravano sui vari soggetti quando si verificano determinati tipi di situazioni Allora, il primo comma dell'articolo 121 ci dice che, salvo i casi dell'articolo 2359 bis, che adesso non ci interessano, in caso di partecipazioni reciproche cedenti il limite indicato dall'articolo 120, che è il famoso limite del 3% o 5%, Le società che ha superato il limite successivamente non può esercitare il diritto di voto inerenti le azioni cedenti e deve alienare entro 12 mesi dalla data in cui ha superato il limite. In caso di mancata alienazione entro il termine previsto la sospensione del diritto di voto si estende all'intera partecipazione. Qui si vuole impedire che, diciamo in qualche maniera, attraverso un meccanismo di partecipazione, di ingresso nell'altro soggetto io possa in qualche maniera interferire sul soggetto a cui vado a partecipare quindi il criterio che viene utilizzato per stabilire chi deve alienare la partecipazione dell'altro soggetto perché bisogna stabilire in caso di partecipazioni incrociate chi dei due deve alienare, quindi chi ritorna al caso Mase si dà rilevanza a chi per primo ha superato quel determinato limite, a chi per primo ha acquisito la partecipazione. Qui opera un criterio di priorità temporale. è evidente, come voi potete capire, che latentemente questo tipo di disposizioni può essere usato anche in una logica antisalata, no? Perché è chiaro che se io uso questo strumento in maniera strumentale, sotto il gioco di parole, è evidente che impedisco all'altro di farmi scalare, no? Io acquisisco una partecipazione nell'altro soggetto, a questo punto il soggetto non può più comprare oltre a una certa solida partecipazione dentro la mia società e quindi io divento in qualche maniera inscalabile, no? però c'è un'ipotesi in cui questo vincolo, questo limite alla partecipazione è invece superabile e proprio questo elemento è interessante perché attesta e valida quello che vi dicevo prima, cioè dei modelli in cui la partecipazione reciproca sono invece costruiti allo scopo di realizzare un beneficio reciproco tra i soggetti tra loro partecipati infatti il secondo comma dell'articolo 121 dice che il limite del 3-5% elevato al 5% e al 10% a condizione che il superamento della soglia da parte di entrambe le società, quindi si può conservare questa doppia partecipazione, abbia luogo a seguito di un accordo preventivamente autorizzato dall'Assemblea Ordinare e delle società interessate. Questo accordo è particolarmente significativo perché anzitutto consente di superare un vincolo alla partecipazione e quindi è una vera e propria autorizzazione assembleare. Quindi ricade in una di quelle ipotesi disciplinate dall'articolo 2364 in materia di autorizzazioni previste ex legge, non di autorizzazioni statutarie, e quindi ricade nell'ambito delle ipotesi per le quali il potere di rappresentanza degli amministratori è espressamente escluso dalla legge. e quindi è un limite legale alla rappresentanza e come tale è un limite opponibile ai terzi. Il secondo elemento che presuppone l'esistenza di un accordo, quindi questi superamenti dei limiti non avvengono sulla base di scelte individuali da parte delle società, ma avvengono sulla scorta di un preventivo programma da parte delle società che diventano azionisti reciproci. E quindi questo programma, queste acquistazioni proprie, rappresenta un vero e proprio contratto che al pari di altre fattispecie, come per esempio il caso dell'acquisto da promotori o da fondatori del primo bene d'attività, è oggetto di autorizzazione assembleare come previsto

per esempio nel 2343-10. Quindi è uno dei casi in cui si approva la stipulazione di un contratto che poi realizza, consente dopo di superare queste soglie. Tra l'altro, uno dei pochissimi casi in cui in Italia è stata utilizzata questa disposizione, è proprio una vicenda bergamasca, perché uno dei pochi casi in cui l'articolo 121 sec. com è stato utilizzato, riguardava proprio il caso di partecipazione reciproche tra Mediobanca e la Controllata di Italcementi, cioè tra italmobiliari. La seconda fattispecie invece è molto più complicata che quella legata alle cosiddette partecipazioni incrociate triangolari. Qui sicuramente la disposizione ha una valenza antisalata. perché adesso io ve la leggo e vi renderete conto che qui non c'è nessuno degli elementi di valutazione esistenti perché siccome viene interposto un terzo nell'incrocio è evidente che qua non ci può essere mai un'ipotesi di adattamento delle partecipazioni perché l'intervento del terzo impedisce la reciprocità quindi la disposizione ha finalità unicamente antisalata e siccome è dettato unicamente per società quotate questa valutazione è ulteriormente rafforzata il terzo comma ci dice se un soggetto detiene una partecipazione in misura superiore alla soglia indicata nel secondo comma in una società con azioni quotate questa o il soggetto che la controlla non possono acquisire una partecipazione superiore a tale limite in una società con azioni quotate controllate dal primo. In caso di assiduanza, diritto di voto e sospese e quant'altro. Quindi qual è la fattispecie? Vi rendete conto che qui non può essere mai un fenomeno di incrocio? Adesso la descrivo qua. Allora, il caso è questo. Noi abbiamo una società A che potrebbe avere, come dice la norma, una partecipazione nella misura superiore alla soglia indicata in una società quotata. Quindi, ipotizzando che questa sia la quotata, io detengo una partecipazione sopra soglia in questa società. Questa società, quindi QB1, o il soggetto che la controllano, B non possono acquisire una partecipazione superiore a tale limite in una società con azioni quotate controllate al primo, quindi non c'è un problema come uno potrebbe pensare nella partecipazione verso il soggetto che già partecipa quindi non è un tema, come poi potete capire, di partecipazioni reciproche ma questi due soggetti non possono partecipare a questa società e qui che opera il vincolo quindi voi vi rendete conto vi rendete conto che qui non può mai sorgere un problema di incrocio perché non c'è un incrocio, non c'è una partecipazione reciproca è una norma che ha una funzione antisalata a favore di A in relazione alla sua controllata quotata Q A1 chiaro? anche qua la sanzione cos'è? Il divieto di esercitare il diritto di voto, quindi io sterilizzo la partecipazione perché anche se supero quel livello non potrò esercitare i diritti amministrativi e l'altro elemento è quello proprio che abbiamo già visto, che avete già visto insomma nella disciplina delle partecipazioni, delle azioni proprie, cioè l'obbligo di alienazione. Quando io violo queste disposizioni sono tenuto a cedere la partecipazione che eccede il limite indicato, quindi in realtà c'è un vero e proprio obbligo di alienazione. E anche qua, come vi ho detto prima, per la mancata comunicazione dell'informazione relativa al soggetto di partecipazione, la CONSOB potrebbe impugnare le deliberazioni che sono assunte in violazione della sterilizzazione del diritto di voto che abbiamo visto operare in forza dell'articolo 121 sia nell'ipotesi di partecipazioni reciproche, sia nel caso di partecipazioni reciproche triangolari. Direi che per non iniziare a dire quattro cose ci fermiamo qua e poi cominciamo con i patti parasociali e le azioni la prossima settimana.