

Sergio M. Carbone*

Leggi regolatrici e circolazione in Italia di obbligazioni estere

SOMMARIO: 1. Le esigenze apparentemente contraddittorie, da un lato, di favorire la massima circolazione di libertà di scelta dei “prodotti finanziari” e, dall’altro, di proteggere il mercato in cui sono negoziati.- 2. Le recenti tendenze in ambito comunitario rivolte a favorire il c.d. metodo del mercato interno ed il principio dello Stato di origine tra le varie leggi a vario titolo applicabili ai rapporti transfrontalieri. - 3. Le tecniche rivolte a consentire, anche in ambito comunitario, l’interferenza dello Stato del mercato sulle varie leggi applicabili alle obbligazioni estere. - 4. La verifica della legittimità della prima parte dell’ultimo comma dell’art. 2412 cod. civ. sulla scorta dei principi di cui ai precedenti paragrafi. - 5. Continua: le specifiche situazioni che giustificano l’intervento della norma in esame e la rilevanza di eventuali misure alternative. - 6. La verifica della legittimità della seconda parte dell’ultimo comma dell’art. 2412 cod. civ. - 7. Le conferme delle scelte operate dall’ultimo comma dell’art. 2412 cod. civ. nella disciplina del D.D.L. sulla tutela del risparmio.

1. Le esigenze apparentemente contraddittorie, da un lato, di favorire la massima circolazione di libertà di scelta dei “prodotti finanziari” e, dall’altro, di proteggere il mercato in cui sono negoziati. Durante l’ultimo decennio l’evoluzione normativa in ambito internazionale, comunitario ed italiano si segnala, seppur con differenti intensità e caratteri, per il progressivo aumento delle opportunità di investimento offerte al mercato, per una maggiore sensibilità alle esigenze di protezione degli investitori e per una riformulazione dei parametri relativi alla disciplina della *corporate governance* anche con particolare riguardo alla legge che la regola.

In realtà, alcune di queste caratteristiche evolutive sono tra loro apparentemente contraddittorie. Si pensi, ad esempio, all’esigenza di massimizzare le possibilità di scelta dei prodotti finanziari e la conseguente ricerca di garantire la maggiore circolazione possibile di tali prodotti rispetto all’esigenza di proteggere adeguatamente gli investitori. Ed ancora. Si pensi all’esigenza di garantire un’adeguata correttezza di funzionamento, organizzazione, solvenza e trasparenza societaria rispetto all’esigenza di consentire ai soggetti interessati la scelta fra le varie leggi societarie presenti in ambito comunitario, o addirittura internazionale, di quella più idonea per la costituzione di un ente collettivo in vista dello svolgimento delle loro attività imprenditoriali, ed in particolare del reperimento delle risorse finanziarie a tal fine necessarie, garantendo a tale statuto una disciplina unitaria nei vari Stati in cui opera.

Di fronte a tali esigenze contraddittorie, negli ultimi anni si è notata, soprattutto in ambito comunitario, una decisa tendenza a privilegiare scelte di libertà piuttosto che di protezione dell'ambiente nel quale gli effetti di tali scelte sono destinati a prodursi.

Ne è una chiara spia la particolare enfasi con cui sono stati operati gli interventi normativi e giurisprudenziali funzionali a garantire "la fusione dei mercati nazionali in un mercato unico" in cui beni e servizi possano liberamente circolare sfruttando le proprie potenzialità reddituali in base alla legge della domanda e dell'offerta "in condizioni identiche, o quanto meno simili, a quelle proprie di un vero mercato interno".

Esigenza quest'ultima alla quale sono risultate funzionali non solo le scelte operate relativamente al diritto dell'economia e dei mercati finanziari, ma anche quelle relative alla disciplina dei rapporti di diritto privato e diritto commerciale. Nessuno stupore, pertanto, se anche con riferimento ad esse siano state privilegiate quelle più coerenti con l'obiettivo di garantire uno statuto unitario delle condizioni dell'offerta di beni e servizi al mercato oltreché della forma organizzativa e degli atti per l'esercizio dell'attività di impresa e il reperimento delle risorse finanziarie a tal fine.

2. Le recenti tendenze in ambito comunitario rivolte a favorire il c.d. metodo del mercato interno ed il principio dello Stato di origine tra le varie leggi a vario titolo applicabili ai rapporti transfrontalieri. Tra le più recenti manifestazioni giurisprudenziali in ambito comunitario la più significativa, come è noto, è quella del c.d. caso *Centros* i cui contenuti sono stati ripresi e precisati anche in occasione dei successivi casi *Uberseering* e *Inspire Act*. Da tale evoluzione giurisprudenziale risulta, infatti, ormai inequivocamente che la disciplina giuridica dello statuto personale delle società è quella dello Stato di loro costituzione della cui scelta le parti interessate hanno il diritto di giovare in funzione della loro attività imprenditoriale in ambito europeo. Né in senso contrario può invocarsi che la sede reale di tali attività e/o di direzione della società si trovano in altro Stato oppure che l'unico collegamento tra società e *lex loci incorporationis* è la sua costituzione nell'ambito di tale Stato.

Ed altrettanto significativo è lo spazio riconosciuto all'autonomia privata nella determinazione dei contenuti della disciplina del rapporto creditorio di cui le obbligazioni sono espressioni. Infatti al riguardo nessuna incertezza sussiste nel riconoscere la legittimità dell'impiego (i) di un ampio esercizio del potere di autoregolamentazione dell'emittente, (ii) di parametri valutativi non necessariamente inquadrabili in uno specifico ordinamento statale ma riconducibili a regole ed espressioni abitualmente adottate nella pratica internazionale, (iii) di clausole di scelta della giurisdizione per la risoluzione delle eventuali controversie coerenti con l'esigenza di garantire nella massima misura possibile la validità e l'effettività della disciplina del regolamento obbligazionario oltreché (iv) di clausole di rinvio (eventualmente residuali) ad uno o più ordinamenti statali in funzione delle soluzioni da essi condivise delle scelte operate in sede di regolamento obbligazionario e già sulla scorta dei collegamenti effettivi con il rapporto in tal modo instaurato. Tanto più rilevanti in quanto consentono di "collocare" l'eventuale contenzioso nell'ambito dell'ordinamento statale che garantisca la più ampia tutela anche giurisdizionale al rispetto del "regolamento

obbligazionario” riducendo al minimo i c.d. “*legal risk*” relativi alla sua effettiva attuazione.

Emerge, pertanto, anche sotto i profili ora indicati, una chiara riaffermazione del principio, già presente in termini più generali in alcune sentenze più risalenti nel tempo, in virtù del quale anche il c.d. mercato unico europeo si caratterizza per la presenza di “regole nazionali” sia di diritto dell’economia sia di diritto privato e commerciale “in concorrenza tra loro” il cui contenuto ed i cui effetti devono essere riconosciuti secondo identici criteri in tutto l’ambito comunitario purché in presenza di criteri di collegamento giudicati, da un lato, sufficienti da parte dell’ordinamento comunitario e, dall’altro, rilevanti da parte dello Stato nel cui ambito trovano origine “le regole nazionali”. Solo in tal modo la concorrenza può operare in un “mercato delle regole” con modalità ed effetti funzionali alla migliore integrazione dei mercati nazionali in un unico mercato europeo organizzato in modo da garantire alle sue componenti condizioni di massima efficienza possibile ed uno statuto uniformemente riconosciuto. Tanto che la concorrenza tra “regola nazionale” sistemi normativi nel significato e nella portata ora indicati può essere derogata solo in via eccezionale, in presenza di esigenze imperative specifiche e, comunque, entro limiti precisi di cui in appresso.

Tali principi, d’altronde, proprio con riferimento al diritto societario, sono da tempo riconosciuti nell’ordinamento italiano, in quanto coerenti con alcune autorevoli espressioni giurisprudenziali risalenti anche agli anni precedenti all’entrata in vigore della riforma del diritto internazionale privato e dei principi indicati nell’art. 25 della L. 218/95. In più occasioni, infatti, la Cassazione, da tempo, ha ripetutamente ribadito il diritto delle parti interessate di scegliere, individuare ed utilizzare la legge relativa allo “statuto personale” delle società e dei relativi atti oltreché il diritto degli Stati di “offrire” al mercato i propri modelli organizzativi dell’attività di impresa e la conseguente disciplina degli atti da essa adottati.

Ne deriva, quindi, un sistema che, anche con specifico riguardo alla circolazione delle obbligazioni, risulta destinato a favorire grandemente, soprattutto in ambito comunitario, l’emissione e la loro libera circolazione con possibilità di loro offerta al mercato secondo criteri e principi vigenti nello Stato di costituzione sulla base della scelta operata al riguardo anche in questa prospettiva dai soci della società emittente mentre la disciplina privatistica del rapporto creditorio (nei suoi confronti da parte) degli obbligazionisti sarà quella prevista dalla legge scelta dalla stessa società emittente o, in difetto di tale scelta, da quella dello Stato di emissione con l’inevitabile conseguenza di rendere sostanzialmente inefficaci al riguardo dei vari profili ora indicati eventuali altre discipline adottate da parte di altri ordinamenti.

Si privilegia, in tal modo, anche a questo proposito, il già accennato c.d. “metodo del mercato interno” e/o il principio c.d. dello Stato di origine, già ampiamente adottati con riferimento alla libera circolazione dei beni e dei servizi, che risultano particolarmente coerenti con le esigenze delle imprese, ma idonei a condurre ad esiti contraddittori rispetto alla tutela di altri interessi quanto meno altrettanto meritevoli. Tanto più che, secondo quanto ancora di recente è stato osservato, la globalizzazione dell’economia e l’internazionalizzazione dei mercati finanziari hanno provocato un rapporto di concorrenza tra ordinamenti che travalica gli Stati aderenti all’Unione

Europea e pertanto risulta “insuscettibile di essere temperato attraverso un’armonizzazione che coinvolga esclusivamente questi ultimi”. Infatti, solo in presenza di specifiche ed eccezionali circostanze – nel caso che ci interessa – risulta possibile l’interferenza dell’*host State* nella libera circolazione e/o sulla disciplina delle obbligazioni regolate secondo i criteri dello Stato di costituzione della società ed il cui sotteso rapporto creditorio degli obbligazionisti è regolato secondo la legge ad esso applicabile scelta dallo stesso soggetto emittente. Tra le tecniche che al riguardo possono essere impiegate alcune di esse sono particolarmente significative.

3. Le tecniche rivolte a consentire, anche in ambito comunitario, l’interferenza dello Stato del mercato sulle varie leggi applicabili alle obbligazioni estere. Si tratta, anzitutto, delle situazioni in cui si riscontra l’esigenza imperativa di intervenire su situazioni relativamente alle quali si ravvisa la presenza di un “abuso del ricorso al diritto societario”. Con riferimento a tale ipotesi, naturalmente, l’intento fraudolento dovrà essere verificato con specifico riguardo alle singole fattispecie dalle cui caratteristiche dovrà risultare evidente la volontà di utilizzare la *lex loci incorporationis* e la legge scelta per la disciplina delle obbligazioni, congiuntamente alla libera prestazione dei servizi ed alla circolazione dei prodotti finanziari non già al fine di conseguire l’obiettivo delle libertà che le norme comunitarie vogliono garantire. Si deve trattare di situazioni in cui le “libertà comunitarie” sono impiegate con modalità tali da stravolgerne la portata e la funzione, al fine di sottrarsi alle norme imperative di ordine pubblico economico (ad esempio, relative ai limiti ed alle condizioni di emissione delle obbligazioni) imposte dallo Stato al quale i servizi o prodotti sono destinati (o dallo Stato nell’ambito del quale gravitano gli interessi sostanziali della società), secondo criteri e principi coerenti con valori condivisi o, comunque, consentiti dall’ordinamento comunitario che non ha provveduto al riguardo all’adozione di una compiuta armonizzazione normativa.

Inoltre, si potranno far valere le c.d. esigenze imperative *protecting the general good* dell’*host State* che, secondo gli stessi principi comunitari, possono essere invocate in senso limitativo alla libera circolazione di servizi e prodotti finanziari a tutela di una legittima protezione o della compiuta informazione dell’investitore soprattutto allorché siano presenti sul territorio dell’*host State* la sede amministrativa o le sedi secondarie della società. Nessun dubbio, infatti, che tali interessi siano meritevoli di tutela e possano essere protetti in ambito nazionale con specifiche misure da adottarsi entro i limiti generali previsti dal diritto comunitario e nel rispetto delle specifiche normative comunitarie di armonizzazione.

Infine, un ulteriore principio potrà essere utilizzato in senso estensivo o integrativo da parte dell’*host State* della propria disciplina, con specifico riferimento alle condizioni di emissione e circolazione delle obbligazioni regolate dalla *lex loci incorporationis*, anche in funzione della presenza di vincoli o collegamenti della società emittente rispetto ad un gruppo localizzato nell’*host State*.

Si tratta del principio in virtù del quale il diritto comunitario riconosce la validità e la legittimità dell’impiego del criterio di collegamento, di cui si è riscontrata la condivisione da parte di tutti gli Stati comunitari, in virtù del quale lo Stato della società

controllante può imporre “a tutela degli azionisti di minoranza e dei terzi” specifici comportamenti relativi ad attività di società controllate localizzate in altro Stato.

Pertanto tale disciplina dello Stato nazionale della controllante dovrà anche essere riconosciuta ed applicata, ad integrazione di quella dello Stato di emissione e di quella applicabile alle obbligazioni non solo nello Stato della controllante, ma anche in qualsiasi Stato terzo purché riguardi obblighi imposti alla società controllante “a tutela degli interessi dei terzi” ed in particolare allorché preveda diritti a favore degli investitori oppure ponga limiti all’emissione di obbligazioni a salvaguardia della solvibilità della società emittente nell’interesse degli investitori.

Peraltro, in tutti i casi ora indicati, l’interferenza dell’*host State* potrà operare integrando le condizioni di emissione delle obbligazioni previste dallo statuto della *lex loci incorporationis* della società emittente e/o la disciplina della legge ad esse applicabile. Naturalmente, tale interferenza dovrà avvenire, quanto meno in ambito comunitario, secondo criteri che siano (a) proporzionati allo scopo perseguito, (b) non discriminatori, (c) necessari e (d) non ripetitivi di disposizioni equivalenti a quelle già attuate secondo la disciplina della *lex loci incorporationis*.

Si tratta, pertanto, di valutare, volta a volta, la presenza di effettive esigenze imperative dotate di meritevolezza in funzione della protezione dell’investitore in difetto di un’adeguata e sufficiente tutela fornita in virtù di specifiche misure di armonizzazione oltretutto la natura non discriminatoria sulla base della nazionalità delle misure normative e/o amministrative al riguardo adottate di cui, peraltro, dovrà essere verificata l’effettiva utilità e necessità rispetto allo scopo perseguito anche in funzione della presenza di eventuali possibili misure alternative meno invasive in senso restrittivo delle libertà comunitarie. Ed in questa prospettiva, quindi, le misure adottate dovranno essere, in ogni caso, proporzionate al vantaggio effettivo della tutela dell’interesse protetto rispetto all’effetto negativo prodotto sulle libertà comunitarie.

4. La verifica della legittimità della prima parte dell’ultimo comma dell’art. 2412 cod. civ. sulla scorta dei principi di cui ai precedenti paragrafi. Quindi, è proprio in virtù delle tecniche ora indicate, sulla scorta dei criteri e dei limiti di loro impiego imposti dal diritto comunitario, che dovrà essere data applicazione alle recenti novità introdotte nel nostro ordinamento dall’ultimo comma dell’art. 2412 cod. civ. secondo quanto disposto dall’art. 15 del D. Leg. n. 310/2004 ai cui contenuti si ispirano anche le analoghe previsioni del D.D.L. per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari.

Come è noto, in virtù di tale disposizione le condizioni ed i limiti di cui all’art. 2412 cod. civ. all’emissione di obbligazioni si estendono anche alle obbligazioni emesse all’estero da società italiane ovvero da loro controllate o controllanti se negoziate nello Stato. Si tratta, quindi, di valutarne i limiti della relativa operatività sulla scorta di quanto innanzi esposto che, peraltro, come è noto, dovranno essere precisati da uno specifico Regolamento del Ministro dell’Economia e del Ministro della Giustizia su proposta della Consob.

Anzitutto, nessun dubbio in merito alla circostanza che se si tratta di emissione di obbligazioni da parte di società costituite secondo l'ordinamento italiano ad esse debbono applicarsi le disposizioni ed i limiti previsti al riguardo dalla legge italiana ed in particolare dall'art. 2412 cod. civ. Né sembra possa rilevare in senso limitativo di quanto ora indicato la circostanza che tali obbligazioni possano essere localizzate in uno Stato diverso da quello italiano (ad esempio, perché inizialmente offerte fuori sede) dovendosi comunque ritenere che una società emetta le sue obbligazioni nei limiti e alle condizioni previste dallo statuto dello Stato di sua costituzione.

Maggiori perplessità riguardano i casi in cui ci si trovi in presenza di una società controllante di o controllata da società italiana costituita all'estero, ed in particolare in un altro Stato comunitario, con sede dell'amministrazione in Italia o con la presenza in Italia dell'oggetto principale della sua attività. In realtà, è ben vero che in virtù dell'art. 25 della L. 218 anche tali società devono essere considerate "italiane". Ma è altrettanto vero che il loro statuto, determinato secondo la *lex loci incorporationis* e comprensivo anche del regime giuridico delle loro azioni ed obbligazioni, in virtù della già accennata dottrina *Centros*, *Uberseering* e *Inspire Act* deve, quanto meno nei confronti degli Stati comunitari, essere riconosciuto in ogni altro ordinamento statale.

Peraltro, in virtù di quanto esposto nei precedenti paragrafi (ed in particolare nel par. 3), in tutti i casi in cui la costituzione estera della società possa essere ricostruita come abusiva o come una mera "finzione" ed il suo effettivo controllo sia operato da soggetti appartenenti all'ordinamento italiano, non sembra dubbio che nell'ambito del nostro ordinamento i limiti e le condizioni poste all'emissione delle obbligazioni dall'art. 2412 cod. civ. siano state legittimamente previste e, pertanto, debbano essere rispettate ad integrazione di quanto previsto dalla *lex loci incorporationis* dell'ente emittente. In tal caso, infatti, si può invocare non soltanto l'abuso nel ricorso ad una società di comodo "fittizia" allorché ne possano essere, volta a volta, riscontrate le specifiche circostanze al riguardo rilevanti, ma anche la legittimazione riconosciuta dal diritto comunitario allo Stato di appartenenza della controllante (secondo quanto precisato al par. 5) di imporre obblighi e vincoli da estendere nei confronti di controllate estere "a tutela degli interessi dei terzi". Legittimazione che appare più che giustificata, ed il suo esercizio risulta sicuramente ragionevole, allorché la controllata estera non presenta adeguata garanzia e/o consistenza patrimoniale anche nella prospettiva delle recenti tendenze rivolte a prevedere forme di estensione di responsabilità dalla controllata alla controllante sia in funzione della loro appartenenza ad un gruppo sia privilegiando tecniche rivolte a prevedere responsabilità da *Durchgriff* o dalla presenza di "contratti espressi o taciti di organizzazione aventi natura societaria" in presenza dei quali gli organi della società controllata sono di fatto privati di autonomia e poteri gestori.

Ed in realtà, proprio in quanto la legittimazione della legge dello Stato di appartenenza della controllante, in congiunzione con quella dello Stato di appartenenza della società controllata, è giustificata al fine di garantire una più ampia "tutela degli interessi dei terzi", ed è considerata quale un indiscusso principio di diritto internazionale privato comune a tutti gli Stati appartenenti all'Unione Europea, è da ritenere che le condizioni ed i limiti all'emissione delle obbligazioni previsti dall'ordinamento italiano all'art. 2412 cod. civ. siano da considerare legittimi. Tanto da far ritenere che tali vincoli e limiti debbano addirittura essere fatti rispettare ed applicati

anche in ogni altro Stato nei quali le obbligazioni siano eventualmente in circolazione nell'ambito di negoziazioni successive a quelle intervenute nello Stato italiano sulla scorta dei principi relativi alla rilevanza delle norme di applicazione necessaria previste in ordinamenti terzi rispetto alla *lex causae* ed alla *lex fori* di cui ai principi contenuti nell'art. 7 della Convenzione di Roma del 1980.

D'altronde è proprio in funzione della *ratio* sottesa a questi principi che il Disegno di Legge sulle Disposizioni per la tutela del risparmio prevede all'art. 11 disposizioni in tema di circolazione in Italia di strumenti finanziari collocati presso investitori istituzionali e obblighi informativi inserendo un ulteriore comma (dopo il terzo) all'art. 2412 cod. civ. in virtù del quale al computo del limite all'emissione di obbligazioni "concorrono gli importi relativi a garanzie comunque prestate dalla società per obbligazioni emesse da altra società, anche estera". Si deve, infatti, ritenere che in tal caso la società estera non sia dotata di mezzi e risorse adeguati all'emissione delle obbligazioni e, pertanto, sia da assimilare ad un mero strumento per l'emissione di obbligazioni della controllante società italiana. Appare, quindi, naturale che le obbligazioni ora indicate siano condizionate nella loro emissione al rispetto dei requisiti di cui all'art. 2412 cod. civ. da parte della società italiana che le garantisce.

5. Continua: le specifiche situazioni che giustificano l'intervento della norma in esame e la rilevanza di eventuali misure alternative. Si può, pertanto, concludere che all'estensione dei limiti e delle condizioni previste dall'art. 2412 cod. civ. anche a società estere controllate e dirette da soggetti italiani, con riferimento alle loro obbligazioni negoziate in Italia, non osti, in linea di principio, alcun vincolo o limite di diritto internazionale o di diritto comunitario. Sembra, infatti, che i parametri che giustificano, in ambito europeo, l'interferenza della disciplina dello Stato di negoziazione dei prodotti finanziari rispetto a quella dello Stato di costituzione della società e di loro emissione siano sicuramente ed ampiamente rispettati dalla norma in esame quanto meno nei casi in cui si tratti di una società che possa essere considerata come mero "veicolo" della controllante o più semplicemente come una c.d. *mail box company* priva di una effettiva consistenza patrimoniale e di una effettiva attività nello Stato di sua costituzione.

Si tratta, peraltro, di casi che dovranno essere valutati volta a volta. Tra essi, quanto meno presuntivamente, sembrano riscontrare le caratteristiche ora indicate, oltre al caso già ricordato al paragrafo precedente in cui solo grazie alle garanzie dirette o indirette della controllante italiana è possibile alla controllata estera emettere le obbligazioni, i casi in cui la controllante italiana ha la totalità del capitale della controllata estera e su di essa sia esercitata la direzione ed il coordinamento oppure allorché il ricavato delle obbligazioni emesse dalla controllante estera sia destinato a soddisfare esclusivamente le esigenze finanziarie dirette o indirette della controllante italiana. Oppure, ancora, allorché, trattandosi di controllata estera, la controllante italiana rappresenti per essa la totalità o quasi dei suoi mezzi propri e dell'attività ad essa riconducibile.

Infatti, anche secondo quanto sarà meglio precisato in appresso, con riferimento alla seconda parte dell'ultimo comma dell'art. 2412 cod. civ., nessuna ingiustificata

discriminazione potrà essere invocata rispetto alle corrispondenti obbligazioni emesse da società italiane in funzione delle peculiarità specificamente svianti da una corretta valutazione della disciplina applicabile a tali casi da parte di un investitore non professionale. E d'altro canto la necessità dell'intervento appare senz'altro giustificata da motivi rilevanti per gli interessi pubblici meritevoli di tutela trattandosi di tutelare il risparmio di investitori non professionali. E nessun dubbio, neppure in merito all'utilità ed alla proporzionalità della misura adottata rispetto alle finalità perseguite ed alla non ripetitività dei requisiti richiesti rispetto ad altri analoghi rivolti allo stesso fine presenti nella disciplina prevista nello Stato di costituzione della società.

Qualche perplessità potrebbe, invece, invocarsi in merito all'effettiva necessità della specifica misura normativa adottata da parte dello Stato italiano rispetto ad altre, parimenti efficaci, ma meno lesive della libera circolazione dei prodotti finanziari e del riconoscimento dello statuto estero della società che ha emesso le obbligazioni negoziate sul mercato italiano.

Tra tali misure alternative è stata individuata la c.d. garanzia di solvenza, adottata secondo i parametri di cui all'art. 2412, secondo comma, a carico di chiunque intervenga come cedente nella negoziazione di tali obbligazioni sul mercato italiano allorché il soggetto originariamente destinatario della sottoscrizione delle obbligazioni, da quest'ultimo successivamente immesse alla negoziazione sul mercato italiano sia un investitore istituzionale e pertanto dotato di adeguate capacità patrimoniali oltreché soggetto a vigilanza prudenziale in un mercato regolamentato con caratteri analoghi a quello italiano.

Ed altrettanto adeguata ed alternativa rispetto a quanto previsto dall'ultimo comma dell'art. 2412 cod. civ. appare la circostanza che le obbligazioni emesse da controllata o controllante estera siano quotate su mercati regolamentati allorché la stessa controllante o controllata sia quotata su un mercato regolamentato europeo o di uno Stato nei confronti del quale vige un analogo regime di fiducia e riconoscimento reciproco. Tanto più che, in tal caso, sembra comunque riscontrabile la situazione prevista al quarto comma dell'art. 2412 cod. civ. Pertanto, anche in tal caso l'adeguatezza di questa circostanza a soddisfare l'interesse della tutela del risparmio degli investitori non professionali non può essere disconosciuta e rispetto ad essa ogni ulteriore misura sembra risultare eccessiva e comunque discriminatoria rispetto al trattamento riservato alle corrispondenti obbligazioni italiane.

E' evidente, quindi, che l'operatività della disciplina di cui alla prima parte dell'ultimo comma dell'art. 2412 cod. civ. dovrà essere valutata ed applicata secondo criteri generali, ma tenendo conto della specificità di ogni caso. Ed al riguardo, secondo gli stessi principi innanzi indicati, essa risulta legittima ed applicabile nei riguardi di obbligazioni emesse da controllate o controllanti estere negoziate sul mercato italiano in difetto dell'esistenza di strumenti alternativi adeguatamente efficaci ed effettivi nell'ambito dell'ordinamento italiano al fine di garantire la solvenza e la trasparenza dell'operazione di emissione delle obbligazioni da parte della controllata o controllante estera nei confronti del mercato italiano del *retail*.

6. La verifica della legittimità della seconda parte dell'ultimo comma dell'art. 2412 cod. civ. Per quanto riguarda la seconda parte dell'ultimo comma dell'art. 2412 cod. civ. si tratta di verificarne le caratteristiche operative e la coerenza con i principi comunitari e con la recente Direttiva CE 2003/71 la quale, come è noto, garantisce che tutti i prospetti emessi dall'Unione Europea forniscano un'informazione chiara, completa ed adeguata idonea a rappresentare un "passaporto unico" per l'emissione e la circolazione dei valori mobiliari in ambito europeo. Pertanto, con l'entrata in vigore, e la compiuta attuazione, di tale direttiva il prospetto approvato dall'autorità regolamentare di uno Stato membro deve considerarsi valido e sufficiente per l'offerta al pubblico o per l'ammissione alla negoziazione in qualsiasi altro Stato europeo previa la sola comunicazione all'autorità competente di ciascun membro ospitante.

In questo contesto normativo, la seconda parte dell'ultimo comma dell'art. 2412 cod. civ. è rivolta a disciplinare specifici obblighi di trasparenza ed informazione dovuti da parte di venditori che prestano professionalmente servizi di investimento o da parte degli intermediari professionali che operano in Italia nello svolgimento della loro attività, giovandosi della specifica riserva al riguardo prevista. Sembra, quindi, che la norma in esame regoli soltanto i casi in cui si tratti di titoli obbligazionari negoziati in Italia la cui emissione è avvenuta all'estero da parte di società italiane ovvero da loro controllate o controllanti estere.

E', quindi, un aspetto di compra-vendita dei titoli obbligazionari che sottende la circolazione del titolo che costituisce l'oggetto della disciplina in esame. Pertanto, non sembra possano esservi dubbi in merito alla legittimazione della legge italiana sia ad intervenire nelle "regole" relative a tale rapporto in quanto concluso nell'ambito e con effetti sul mercato nazionale sia a determinare gli obblighi dei soggetti che su tale mercato operano al riguardo di tale rapporto in qualità di erogatori di servizi finanziari di investimento in virtù di specifica riserva.

L'obbligo di presentare il prospetto informativo di cui alla norma in esame e gli effetti che dal mancato adempimento a tale obbligo conseguono non riguarda, quindi, la disciplina del titolo di credito, bensì un requisito ritenuto essenziale per la valida conclusione del contratto di compravendita del titolo che ne condiziona la circolazione sul mercato italiano che, peraltro, dovrà continuare ad effettuarsi sulla scorta della legge dello Stato in cui il titolo è stato emesso competente anche a disciplinare l'obbligazione principale in esso incorporata, in difetto di una specifica diversa legge statale applicabile al riguardo in quanto scelta nell'ambito del regolamento del prestito obbligazionario.

Sotto questo ultimo profilo, quindi, la previsione dell'obbligo di "prospetto informativo" sembra potersi giustificare sia con riferimento ai principi di diritto internazionale privato sia con riferimento alle condizioni in presenza delle quali è consentito prevedere limitazioni alla libera circolazione di prodotti e/o servizi finanziari in ambito europeo secondo i parametri indicati al precedente par. 3.

Qualche perplessità, peraltro, sono state formulate in merito ad una ingiustificata discriminazione che la disciplina in esame provoca rispettivamente, da un lato, nei confronti delle altre società estere appartenenti all'Unione Europea che non siano

controllate da, o controllanti di, società italiane e, dall'altro, nei confronti delle società italiane. Infatti, a proposito delle prime, si può osservare che l'esigenza e le misure da adottare al fine di proteggere l'investitore italiano non sembrano dover essere diverse allorché la società estera emittente il titolo obbligazionario abbia caratteristiche di particolare rischio da segnalare al mercato degli investitori italiani, ma non sia la controllata o la controllante di una società italiana. E' infatti piuttosto il *rating* di tali obbligazioni in funzione delle caratteristiche di solvenza dell'emittente, formulate secondo parametri oggettivi, che dovrebbe esclusivamente rilevare ai fini di un'adeguata informativa al mercato. Inoltre, a proposito delle seconde, si può osservare che l'obbligo di prospetto allorché si tratti di controllate o controllanti estere anche in casi e situazioni in cui un identico obbligo non sussiste a carico di emittenti italiane, provoca un'ingiustificata diversità di trattamento in presenza di situazioni identiche o sostanzialmente assimilabili, anche sotto il profilo soggettivo, ai fini della tutela dell'investitore non professionale.

In realtà, le critiche ora indicate non sembrano fondate quanto meno nei casi in cui l'emissione e la negoziazione delle obbligazioni avviene con riferimento ad operazioni rappresentate verso il pubblico come sostanzialmente italiane (ad esempio, per la loro denominazione) la cui formalizzazione estera le rende più difficilmente comprensibili pur in presenza dei sicuri affidamenti conseguenti alla loro "apparenza italiana" (in funzione dell'appartenenza ad un gruppo prevalentemente localizzato in Italia). In tal senso ed entro questi limiti, pertanto, è auspicabile che intervengano le precisazioni del Regolamento di attuazione della norma in esame.

Comunque, è evidente che se già esiste un prospetto adottato all'estero dalla sua presenza non si potrà prescindere e se ne dovrà, in ogni caso, tenere conto considerandolo equivalente a quello previsto dalla norma in esame se esso è redatto secondo criteri coerenti con i requisiti richiesti dalla legge italiana. Circostanza che sicuramente ricorre allorché il prospetto è redatto secondo i criteri previsti dall'ordinamento comunitario in virtù del c.d. "passaporto unico".

Restano, naturalmente, salve le ipotesi in cui si tratti di prospetto redatto in una lingua che risulti difficilmente accessibile ad un investitore non professionale. In tal caso, infatti, potrà essere richiesta la consegna della traduzione in sostituzione del prospetto informativo di cui alla norma in esame.

Altrimenti se ne dovrà redigere una "nota di sintesi" in lingua italiana secondo le analoghe indicazioni che risultano dal D.D.L. sulla tutela e la disciplina del risparmio, in particolare con riferimento a quanto disposto all'art. 12. Tanto più che il "prospetto informativo" di cui all'ultimo comma dell'art. 2412 cod. civ. sembra debba caratterizzarsi per il suo contenuto più essenziale, e pertanto sintetico, rispetto a quello richiesto ai fini della sollecitazione del risparmio o della quotazione di titoli sul mercato italiano.

7. Le conferme delle scelte operate dall'ultimo comma dell'art. 2412 cod. civ. nella disciplina del D.D.L. sulla tutela del risparmio. Nella stessa logica ora indicata, d'altronde, risultano indirizzate alcune modifiche che il D.D.L. sulla tutela del

risparmio si propone di introdurre al Testo Unico sulla Finanza. Tra queste, oltre quanto già ricordato, particolarmente significativo risulta quanto previsto a proposito degli obblighi informativi in occasione della circolazione in Italia di strumenti finanziari collocati presso investitori istituzionali.

Infatti, secondo l'art. 11 del D.D.L. innanzi citato, si prevede l'inserimento di un nuovo art. 100-bis nel T.U.F. in virtù del quale in caso di cessione ad investitori non professionali di prodotti finanziari collocati presso i soli investitori professionali debba essere obbligatoriamente consegnato un prospetto informativo (con le indicazioni che dovranno essere stabilite dalla Consob) e debba essere garantita dal cedente la solvenza della società emittente quantomeno per la durata di un anno dalla data di cessione. Ma non soltanto. Si precisa, infatti, che tali obblighi operano "anche quando la cessione avvenga su richiesta dell'acquirente" e che se essi non saranno osservati l'acquirente potrà ottenere "l'annullamento del contratto unitamente al risarcimento del danno subito".

Altrettanto significativo risulta anche quanto disposto nello stesso art. 11 del D.D.L. in esame a proposito delle modifiche da apportare all'art. 165 (con l'introduzione degli artt. da 165 ter a 165 septies) del T.U.F. con riferimento ai rapporti tra società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati e loro controllate o controllanti aventi sede legale in "paradisi legali": cioè, in "Stati i cui ordinamenti non garantiscono la trasparenza della costituzione, della situazione patrimoniale e finanziaria e della gestione delle società" secondo criteri identici o equivalenti rispetto a quelli di trasparenza, oltreché di idoneità patrimoniale ed organizzativa, specificamente precisati nella disciplina dello stesso articolo in esame ed ai quali è ispirato l'ordinamento italiano secondo principi in grande misura stabiliti in ambito comunitario. Tanto che si prevede al riguardo a tutela degli investitori, dell'efficienza, della trasparenza del mercato e del controllo societario, la possibilità della Consob di esercitare su tali società estere i medesimi poteri ad essa riconosciuti nei confronti delle società italiane anche se per essere legittimo, in alcuni casi, l'esercizio di tali poteri dovrà avvenire previo assenso e collaborazione delle competenti autorità straniere.

Si può, pertanto, concludere nel senso che le misure adottate nell'ordinamento italiano a tutela degli investitori non professionali con riguardo alla circolazione di obbligazioni estere in Italia e quelle ulteriori in corso di approvazione nell'ambito delle disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari sono rivolte verso identici obiettivi ed utilizzano tecniche assai simili. Da un lato, l'obiettivo di garantire lo sviluppo e l'affermazione dei più vari prodotti finanziari ed, in particolare, delle obbligazioni di cui si conferma l'utilità per favorire la maggiore gamma possibile di scelte finanziarie alle imprese e di prodotti finanziari agli investitori. Dall'altro, l'obiettivo di garantire un adeguato rilievo alla legge del mercato italiano dei prodotti finanziari e delle obbligazioni allorché in tale ambito essi sono destinati a circolare.

Ed a quest'ultimo riguardo una particolare rilevanza è assegnata a determinati parametri di solvenza patrimoniale e di *corporate governance* di cui si pretende il rispetto non già in virtù di sole norme di *soft law* e di soli comportamenti indotti da forme varie di *moral suasion*. Si interviene, infatti, al riguardo da parte dell'ordinamento italiano, pur nei limiti previsti dal diritto comunitario ed

internazionale, quale legge del mercato mobiliare all'interno del quale l'offerta di prodotti finanziari è destinato a svolgersi giovandosi, in virtù di tale titolo, della facoltà di porre norme imperative dotate del particolare carattere di essere "di applicazione necessaria", Norme, quindi, che secondo la stessa normativa comunitaria, prevalgono sulle *lex societatis* e sulla *lex contractus* quando appartenenti all'ordinamento del foro ed alle quali il giudice "potrà dare efficacia" quando appartenenti ad un ordinamento di uno Stato terzo.

Si cerca, pertanto, di garantire la massima circolazione possibile dei prodotti finanziari e di obbligazioni estere riportando, peraltro, nell'ambito di norme italiane di applicazione necessaria i parametri di disvalore verso alcuni di essi e verso alcune forme di *corporate governance*. Si tratta, comunque, di parametri riconducibili a standard internazionalmente riconosciuti per garantire il cui rispetto si prevedono adeguate forme di trasparenza e di responsabilizzazione, soprattutto degli intermediari finanziari o dei venditori che prestano professionalmente servizi di investimento nel nostro paese, sui contenuti e sulle garanzie patrimoniali correlate ad obbligazioni e prodotti finanziari immessi in circolazione nel mercato italiano. E in tal senso si tende a raggiungere un adeguato equilibrio tra tutela delle scelte di libertà riconosciute alle imprese e protezione dell'ambiente nel quale gli effetti delle loro scelte sono destinate a prodursi nei limiti ed alle condizioni consentite dai vincoli comunitari ed internazionali.

NOTA BIBLIOGRAFICA

La particolare occasione per la quale è stato elaborato il presente lavoro non ha richiesto la redazione di note. Si ritiene di menzionare, comunque, i riferimenti bibliografici essenziali utilizzati nella redazione della presente relazione:

(i) con riferimento ai profili comunitari di diritto internazionale privato relativi alla legge applicabile alla *corporate governance* delle società per azioni, ed in particolare ai criteri di individuazione dell'ambito di applicazione della *lex societatis*, cfr. LUZZATTO, AZZOLINI, *Società (nazionalità e legge regolatrice)*, in *Dig. civ., Sez. Comm.*, vol. XIV, Torino 1997, p. 136 ss.; BALLARINO, *La società per azioni nella disciplina internazionalprivatistica*, in *Trattato delle società per azioni* (di Colombo e Portale), Torino, 1994, 94 ss.; BENEDETTELLI, *Commento all'art. 25*, in BARIATTI (a cura di), *Riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato*, in *Le Nuove Leggi Civ. Comm.*, 1996, p. 1108 ss.; BENEDETTELLI, «*Corporate governance*», *mercati finanziari e diritto internazionale privato*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 1998, p. 713 ss.; ID., *Libertà comunitarie di circolazione e diritto internazionale privato delle società*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 2001, 569 ss.; ID., *Mercato comunitario delle regole e riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, 699 ss.; GESTRI, *Mutuo riconoscimento delle società comunitarie, norme di conflitto nazionali e frode alla legge; il caso Centros*, in *Riv. dir. int.*, 2000, p. 71 ss.; MENJUCQ, *La mobilité des sociétés dans l'espace européen*, Paris 1997; KOZYRIS, *Corporate Wars and Choice of Law*, in *Duke Law Journ.*, 1985, p. 1 ss.; KOZYRIS, *The conflict-of-laws Aspects of the New American Business Entity: The Limited Liability Company*, in *American Journ. Comparative Law*,

vol. 43, 1995, p. 417 ss. ; BEHRENS, *Centros and the proper law of companies*, in *Capital Markets in the Age of the Euro* (ed. Ferrarini, Hopt, Wymeersch), The Hague, 2002, 503 ss.; MUNARI-TERRILE, *The Centros case and the rise of an EC market for corporate law*, ibidem, 529 ss.; MUNARI, *Riforma del diritto societario italiano, diritto internazionale privato e diritto comunitario: prime riflessioni*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 2003, 35; CARBONE, *La riforma societaria tra conflitti di leggi e principi di diritto comunitario*, in *Dir. comm. int.*, 2003, 95 ss.; MUIR WATT, *Note à C.J.C.E. du 30 Septembre 2003*, in *Rev. crit. droit int. privé*, 2004, 173 ss.; KERSTING, *Corporate choice of law*, in *Brooklyn Jour. Int. law.*, 2002, 1; PORTALE, *La riforma delle società di capitali tra diritto comunitario e diritto internazionale privato*, in *Europa e diritto privato*, 2005, 101 ss.;

(ii) con riferimento alla concorrenza tra regole nazionali di diritto dell'economia e di diritto privato e commerciale con specifico riguardo al c.d. "metodo del mercato interno" ed al riconoscimento degli effetti determinati nell'ambito dello Stato di incorporazione della società, cfr. PARLEANI, *La mise en concurrence des législations nationales des États membres de l'Union Européenne*, *Revue Sociétés*, 1999, 391 ss.; WHITE, *Competition vs. harmonization: overview of international regulation of financial services*, in AA.VV., *International Financial Markets: Harmonisation vs. Competition*, Washington (D.C.), 1996, 5 ss.; GRUNDMANN, *Regulatory competition in European company law. Some different genius*, in *Capital Markets cit.*, 561 ss.; MIOLA, *Lo Statuto di Società europea nel diritto societario comunitario: dall'armonizzazione alla concorrenza tra ordinamenti*, in *Riv. soc.*, 2003, 322 ss.; PORTALE, "Armonizzazione" e "Concorrenza" tra ordinamenti nel diritto societario europeo, in AA.VV., *La concorrenza tra ordinamenti giuridici* (a cura di Zoppini), Bari, 2004, 98 ss.; COFFEE, *Racing Towards the Top? The impact of Cross-Listing and Stock Market Competition on International Corporate Governance*, in *Columbia Law Review*, 2002, 1757 ss.; RIBSTEIN, *Cross-Listing and Regulatory Competition*, in *Review of Law and Economic*, 2005, 97 ss.