

RAFFAELE LENER

I PROVVEDIMENTI DELLA CONSOB IN MATERIA DI SOLLECITAZIONI «TELEVISIVE» DEL PUBBLICO RISPARMIO

SOMMARIO 1. La fattispecie. — 2. Inconsistenza degli elementi addotti a difesa dai « telefinanziari ». — 3. Ancora su sollecitazione del pubblico risparmio e (soprattutto) valore mobiliare.

1. Con cinque provvedimenti, tutti emanati fra giugno e settembre dello scorso anno *, la Consob ha dapprima sospeso e quindi vietato l'esecuzione di operazioni ritenute « sollecitazioni del pubblico risparmio » effettuate a mezzo di reti televisive private.

La Commissione ha ritenuto rientranti nel campo di applicazione dell'art. 18 *sub* 1 della legge 7 giugno 1974, n. 216 le seguenti operazioni prospettate attraverso trasmissioni televisive:

a) la *descrizione*, all'interno di un programma denominato « Primomercato » diffuso attraverso la rete televisiva « Rete Mia », delle « iniziative e delle condizioni economiche » della Pubblica Primomercato S.p.A. e di altre società facenti parte del medesimo gruppo (denominato « gruppo Intermercato »); descrizione alla quale si aggiungeva la *segnalazione* della possibilità per i telespettatori di divenire azionisti di società del gruppo e l'indicazione, in sovraimpresione sullo schermo televisivo, del numero telefonico della Primomercato S.p.A. ove operatori addetti avrebbero illustrato le modalità di sottoscrizione delle azioni (sottoscrizioni poi, a quanto sembra, materialmente raccolte al domicilio dei risparmiatori da agenti della stessa Primomercato S.p.A.);

b) la *descrizione*, con le medesime modalità (ivi comprese le « indicazioni » telefoniche), di operazioni di finanziamento fruttifero, a tassi di interesse diversificati a seconda della durata; effettuabili a favore di società del « gruppo Intermercato »;

c) la *descrizione*, nel corso di un programma giornaliero diffuso dalla rete televisiva « Telenovanta », di « iniziative e condizioni economiche » della Gruppo System Color S.p.A. e di società ad essa col-

* Il loro testo è pubblicato *infra* a p. 178 ss.

legate, con *segnalazione* della possibilità per i telespettatori di diventare azionisti, indicazione del numero di telefono della Gruppo System Color S.p.A. e annuncio della distribuzione di un giornale in cui venivano descritte le « operazioni di volta in volta disponibili » (anche in questo caso sembra che i risparmiatori venissero, poi, contattati a domicilio da agenti);

d) la *descrizione*, con le medesime modalità, di operazioni di finanziamento a favore della Gruppo System Color S.p.A., remunerate con interessi monetari ovvero beni mobili di tipo diverso (televisori, macchine fotografiche, forni a microonde...);

e) la *descrizione*, nel corso di appositi programmi trasmessi sui canali televisivi privati « Telecentro », « Video Pisa » e « Rete Amica », di « iniziative e condizioni economiche e societarie » della Gruppo Eurocentro S.p.A. e di società ad essa collegate, con *invito al pubblico* ad aderire ad operazioni di finanziamento a favore di tali società, remunerate con interessi monetari ovvero beni mobili di vario genere (televisori, biciclette, motocicli...), e a chiamare il numero telefonico della Gruppo Eurocentro S.p.A. esposto in sovraimpresione; proposte finalizzate alla conclusione di tali operazioni venivano anche effettuate attraverso reti radiofoniche private, attraverso inserzioni sul quotidiano « Il Tirreno » di Pisa e attraverso la diffusione di un « giornalino » inviato per posta agli aderenti al « Club dell'amicizia » collegato alla Gruppo Eurocentro S.p.A.

Essendo state effettuate siffatte operazioni in assenza di comunicazione alla Consob e di redazione del prospetto informativo, la Commissione ha ritenuto — come detto — di doverle sospendere e poi vietare ai sensi del comma 4 del citato art. 18 (questa norma in realtà prevede solo il divieto e non anche la sospensione; tuttavia l'ultimo comma dell'art. 2 della legge n. 216 impone alla Consob di adottare i propri provvedimenti previa contestazione agli interessati e tenuto conto delle deduzioni eventualmente presentate), avendo cura di esplicitare — nei due provvedimenti successivi all'estate — la impugnabilità delle proprie delibere dinanzi al Tribunale Amministrativo Regionale del Lazio, come previsto dall'art. 3, ultimo comma, della recente legge 7 agosto 1990, n. 241, sul procedimento amministrativo.

Dalla parte motiva dei provvedimenti si deduce che gli interessati hanno basato la propria difesa sui seguenti argomenti: a) nel corso dei programmi televisivi si effettua una semplice *reclamizzazione* della « attività finanziaria » di un'impresa (Rete Mia); b) le operazioni proposte non hanno ad oggetto valori mobiliari (Rete Mia); c) per proporre quelle operazioni non è stato redatto alcun prospetto informativo (*sic!*) (Rete Mia); d) le trasmissioni non si rivolgono ad un pubblico indistinto, ma alla « cerchia ristretta anche se folta » (!) dei soci della società proponente (Telenovanta); e) la società proponente non si serve di canali (televisivi) pubblici, ma privati (Telenovanta); f) le trasmissioni televisive sono introdotte e concluse « con dichiarazione scritta » della società proponente « che esse sono rivolte e indi-

rizzate ai propri soci » (Telenovanta); *g*) non vi è né « investimento » né « affidamento fiduciario della gestione » (Rete Mia).

Gli argomenti addotti — con la sola eccezione di quello indicato *sub b*), come vedremo, al quale peraltro gli oppositori non sembrano aver dato particolare peso — appaiono tutti *prima facie* infondati.

2. Sembra opportuno affrontare analiticamente questi argomenti difensivi, volti a dimostrare che le fattispecie innanzi descritte non ricadono nel campo di applicazione dell'art. 18 della legge n. 216.

a) In primo luogo da parte dei creatori dei programmi televisivi si obietta che durante le trasmissioni non si compie alcuna attività di « sollecitazione », ma una mera promozione pubblicitaria.

L'argomento è facilmente confutabile, se solo si pone mente al fatto che — ai sensi dell'art. 18-ter della stessa legge n. 216 — « per sollecitazione al pubblico risparmio deve intendersi, ai fini dell'applicazione dell'art. 18 (...) ogni annuncio pubblicitario tendente ad offrire *informazioni* o *consigli* al pubblico degli investitori concernenti valori mobiliari non ancora emessi o per i quali l'emittente o l'offerente non abbia già predisposto il prospetto informativo ». E la « descrizione dell'attività finanziaria » dell'impresa (espressione volutamente vaga) non può non rientrare nel campo delle « informazioni », anche ammesso che non rientri in quello dei « consigli ».

È noto, invero, come la norma posta dall'art. 18-ter — certamente non un esempio di lucidità e chiarezza — abbia dato luogo ad interpretazioni contrastanti. Essa infatti, considerando fattispecie rilevante ai sensi dell'art. 18 l'attività pubblicitaria svolta *prima* della redazione del prospetto informativo, ove interpretata letteralmente porterebbe — come è stato scritto¹ — a risultati « demenziali », in quanto l'art. 18 richiede che sia redatto il prospetto informativo *prima* del compimento di una qualsiasi attività qualificabile come « sollecitazione del pubblico risparmio ». Il risultato illogico che si conseguirebbe consisterebbe nel considerare necessaria la preventiva pubblicazione del prospetto in un caso in cui questo per principio non viene redatto; giacché se un prospetto già vi fosse l'attività pubblicitaria non costituirebbe più sollecitazione del pubblico risparmio e ... non vi sarebbe l'obbligo di redigere il prospetto.

Dinanzi a questa « illogicità » sono state proposte due interpretazioni. Secondo la prima di esse l'obbligo di predisporre il prospetto informativo non è da considerare in questo caso imperativo della disciplina, bensì elemento negativo della fattispecie « attività pubblicitaria costituente sollecitazione del pubblico risparmio »²; in conseguenza non vi è obbligo di redigere il prospetto secondo le norme generali, ma solo obbligo di dare *preventiva comunicazione* alla Consob del-

¹ E. ROPPO, *Investimento in valori mobiliari (Contratto di)*, in *Contr. e impr.*, 1986, p. 268.

² Per una ricognizione delle posizioni della dottrina mi permetto di rinviare al mio

Pubblicità e informazione nel mercato mobiliare, in *Impresa e tecniche di documentazione giuridica*, III, *Pubblicità legale dell'impresa*, Milano, 1990, p. 156 ss.

l'intenzione (« coloro che intendono (...) sollecitare il pubblico risparmio », recita l'art. 18) di iniziare una campagna pubblicitaria avente ad oggetto valori mobiliari per i quali non sia stato ancora predisposto il prospetto medesimo³. Secondo l'altra e più rigida tesi nessuna attività di carattere pubblicitario può essere svolta lecitamente prima della pubblicazione di un prospetto informativo che descriva le caratteristiche dell'operazione e i valori mobiliari oggetto della campagna⁴. Che si propenda per la prima (obbligo di comunicazione alla Consob) o per la seconda (divieto dello svolgimento dell'attività promozionale) di queste interpretazioni, l'attività televisiva incriminata è comunque da ritenere illecita⁵.

b) Il secondo argomento addotto dalla difesa si appunta sul fatto che le operazioni proposte (o meramente reclamizzate) nei programmi televisivi non avrebbero ad oggetto valori mobiliari.

L'obiezione è più « forte » della precedente — anche se gli istanti non sembrano averne avuto completa percezione — e merita una trattazione più approfondita, per la quale si rinvia al paragrafo successivo. Giova precisare, comunque, che le « operazioni » considerate hanno ad oggetto titoli azionari e contratti di mutuo, e solo per i secondi, ma non certo per i primi, può porsi in dubbio che siano qualificabili come valori mobiliari. Questo argomento, pertanto, può valere per le fattispecie descritte alle lett. b), d), ed e) del paragrafo precedente, ma non per le fattispecie di cui alle lett. a) e c).

L'argomento è più forte, si è detto; ciò in quanto non vi è chiarezza né univocità di vedute su cosa sia un « valore mobiliare » e neppure sulla sua effettiva rilevanza per la realizzazione della fattispecie considerata dall'art. 18 della legge n. 216.

Si è assistito infatti, in questi otto anni che hanno seguito l'emanazione della legge 23 marzo 1983, n. 77, ad una progressiva svaluta-

³ ROPPO, *Investimento in valori mobiliari*, cit., p. 268; R. LENER, *Osservazioni sui poteri della Consob in materia di annunci pubblicitari*, in *Banca, borsa ecc.*, 1987, I, p. 213 ss.; G. CALABI e G. MOGLIA, *Commentario alla delibera Consob 10 luglio 1985, n. 1739*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1987, p. 1244; L. UBERTAZZI, *La pubblicità nel mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1985, p. 1234; cfr. anche B. LIBONATI, *Commento all'art. 12 legge 23 marzo 1983, n. 77*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1984, p. 518; su questa linea sembra essere pure l'art. 17 della direttiva CEE n. 89/298 del 17 aprile 1989, sul coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica di valori mobiliari; non prende espressamente posizione, pur denunciando le incertezze della norma, C. RABITTI BEDOGNI, *Pubblicità e sollecitazione del pubblico risparmio nella previsione dell'art. 18-ter legge n. 216/74*, in *Il diritto del mercato finanziario alla fine degli anni '80*, a cura di R. Costi, Milano, 1990, p. 297 ss.

⁴ Così, da ultimo, G. DI CHIO, *La sollecitazione al pubblico risparmio: profili di qualificazione*, in *Riv. soc.*, 1988, p. 811 s.; R. MAVIGLIA, *La pubblicità dei valori mobiliari. La disciplina di controllo*, in *Le attività finanziarie. I controlli*, a cura di G. Minervini, Bologna, 1990, p. 159; anteriormente in questo senso P. MARCHETTI, *La réclame e l'attività promozionale nel settore bancario e finanziario*, in *La concorrenza bancaria*, a cura di L.C. Ubertazzi, Milano, 1985, p. 221.

⁵ Sul punto meritano di essere segnalate Pret. Roma, Sez. VII pen., decr. arch. 5 febbraio 1986 e sent. 26 gennaio 1984, Gianese, in *Consob. L'istituzione e la legge penale*, a cura di G.M. Flick, Milano, 1987, p. 322 ss., e le decisioni in materia del Giurì di autodisciplina pubblicitaria (cfr. M.C. CARDARELLI, *La pubblicità delle operazioni finanziarie (rassegna di dottrina e di giurisprudenza del Giurì di autodisciplina pubblicitaria)*, in *Dir. banca merc. fin.*, 1990, p. 333 ss.

zione del concetto di valore mobiliare e ad una parallela affermazione delle teoriche che ricostruiscono in chiave *monistica* (dando rilievo, cioè, al solo concetto di sollecitazione del pubblico risparmio come delineato dagli artt. 18 e 18-ter della legge n. 216) la fattispecie disegnata dall'art. 18.

Sotto il primo profilo, muovendo dalla denuncia della genericità della definizione legislativa⁶, si è arrivati ad affermare che la nozione di valore mobiliare è più ampia di quella di titolo di credito⁷ ed anche di quella di valore negoziabile⁸ e si è giunti sino a proporre l'affrancazione da qualsivoglia vincolo documentale⁹; esito ultimo è stata l'affermazione che valore mobiliare è « tutto »¹⁰ e dunque « niente »¹¹.

Sotto il secondo profilo, consequenziale, si è assistito ad un tendenziale superamento delle tesi « dualistiche », che postulano la necessità di definire le *due* nozioni di valore mobiliare e di sollecitazione del pubblico risparmio per stabilire l'ambito di applicazione della disciplina posta dall'art. 18¹², e al progressivo affermarsi delle tesi « monistiche », che considerano invece « superfetazione inutile » il concetto di valore mobiliare, inidoneo ad esercitare una funzione delimitatrice dell'area di applicazione della disciplina¹³. Non sono mancate in verità, soprattutto nell'ultimo periodo, critiche a questa impostazione « semplificatrice » della fattispecie, che hanno riaffermato la necessità di valutare congiuntamente l'art. 18-ter (che porrebbe le « connotazioni modali » del fenomeno) e l'art. 18-bis (che ne porrebbe invece le « connotazioni oggettive »)¹⁴.

Non è questa, naturalmente, la sede per affrontare compiutamente il tema. Pure, sembra potersi dire, raccogliendo in parte una suggestione di recente affacciata¹⁵, che le due teoriche sono forse meno

⁶ G. VISENTINI, *I valori mobiliari* (artt. 11, 12, 13, 14, legge 23 marzo 1983, n. 77), in *Trattato dir. priv.*, diretto da P. Rescigno, XVI, Torino, 1985, p. 706.

⁷ F. FENGGI, *Emissione di valori mobiliari e diritto all'informazione*, in *Riv. soc.*, 1983, p. 489 ss.; G. VISENTINI, *op. cit.*, p. 708; M. BUSSOLETTI, *Prime note a commento degli artt. 11 e 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77*, in *Riv. soc.*, 1983, p. 466 ss.; e da ultimo F. CARBONETTI, *Che cos'è un valore mobiliare?*, in *Giur. comm.*, 1989, I, p. 743.

⁸ Cfr. circolare Assonime 30 giugno 1986, n. 86.

⁹ Cfr. P. SPADA, *Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del pubblico risparmio*, in *Banca, borsa ecc.*, 1986, I, p. 20.

¹⁰ FENGGI, *op. cit.*, p. 489.

¹¹ CARBONETTI, *op. cit.*, p. 301.

¹² In questo senso VISENTINI, *op. cit.*, p. 705 s.; v. anche LIBONATI, *Commento*, cit., p.

506 s., per il quale non si può « prescindere totalmente dalla vicenda dei valori mobiliari ».

¹³ D'ALESSANDRO, *L'attività di sollecitazione al pubblico risparmio*, in *Sistema finanziario e controlli: dall'impresa al mercato*, Milano, 1986, p. 96 ss. (ma v. le osservazioni di G.E. COLOMBO, *Tutela del risparmio e « controllo » della Consob*, in *Riv. soc.*, 1986, p. 26); CARBONETTI, *op. cit.*, p. 282 ss.; G. MINERVINI, *La Consob. Lezioni di diritto del mercato finanziario*, Napoli, 1989, p. 118, conclude affermando che « con ciò la nozione di valore mobiliare è liquidata, sotto i profili così della forma come del contenuto » e aggiunge che « anche la Consob, nella sua attività di controllo, non ne tiene in pratica alcun conto ».

¹⁴ FERRARINI, *op. cit.*, p. 747.

¹⁵ F. PIGA e A. SEGNI, voce *Società e borsa* (*Commissione nazionale per le*), in *Enciclopedia del diritto*, vol. XLII, Milano, 1990, p. 1145 s.

lontane di quanto non sembri a prima vista, non negando i « dualisti » la scarsa capacità definitoria dell'art. 18-bis, né negando i « monisti » la necessità di definire l'oggetto della sollecitazione del pubblico risparmio (altrimenti « scatola vuota ») per valutarne la rispondenza al modello delineato dall'art. 18.

D'altro canto non sembra che i sostenitori dell'interpretazione « monistica » siano riusciti — semplificando la fattispecie — a superare convincentemente l'ostacolo posto dall'art. 18-bis (il continuo richiamo al « documento »), né che i sostenitori dell'interpretazione opposta abbiano attribuito valore determinante alla « documentalità » dell'oggetto della sollecitazione. E sono proprio i (supposti) vincoli documentali a poter originare dubbi in ordine alla qualificabilità come sollecitazioni rilevanti ai sensi dell'art. 18 delle « promozioni » televisive. Sul punto, comunque, si tornerà nel paragrafo successivo.

c) Del tutto privo di pregio è il terzo argomento: l'assenza di un prospetto informativo. Gli oppositori in questo caso hanno finito per confondere fattispecie e disciplina, con un ragionamento « involuto » che ricorda (in peggio) quello — innanzi richiamato — dell'art. 18-ter in ordine alle sollecitazioni di tipo pubblicitario. Infatti è la presenza di una sollecitazione del pubblico risparmio che impone la redazione del prospetto; non già la redazione del prospetto che impone la qualificazione di un'attività come sollecitazione del pubblico risparmio.

Questa confusione fra fattispecie e disciplina fa tornare alla mente altri equivoci analoghi in cui sono incorsi taluni commentatori della legge n. 77. Si pensi, ad esempio, alla prospettata ricostruzione della gestione di patrimoni mobiliari « a fondo comune » intorno all'emissione di titoli di credito incorporanti la quota¹⁶, con la conseguenza che, in assenza di emissione di certificati, un'attività « gestoria » non rientrerebbe nel campo delle attività « riservate » descritte dall'art. 10 della legge n. 77 e sarebbe pertanto da ritenere libera. Anche in quel caso, invero, è il verificarsi della fattispecie « gestione a fondo comune » ad imporre la « cartolarizzazione » delle posizioni dei partecipanti e non certo l'emissione di titoli di credito ad assurgere ad elemento qualificante della fattispecie.

d) È stato poi sostenuto che la proposta di « operazioni finanziarie » attraverso i canali televisivi non concreta un'attività di sollecitazione perché non si rivolge ad un pubblico indistinto, ma ai soli soci delle società proponenti. Anche questo argomento è facilmente supe-

¹⁶ V. A. CRESPI, *Brevi note sui nuovi profili penali dell'intermediazione finanziaria*, in *I fondi comuni di investimento*, a cura di P.G. Jaeger e P. Casella, Milano, 1984, p. 267 ss. Sul punto cfr. S. VINCIGUERRA, *Prime riflessioni sull'art. 10 legge 23 marzo 1983*, n. 77, in *Legislazione pen.*, 1983, p. 595; P.

BRICOLA, *La disciplina penale dell'intermediazione finanziaria nella legge n. 77 del 23 marzo 1983*, in *I fondi comuni di investimento*, cit., p. 213 ss., spec. p. 226; C. PATERNITI, *La fattispecie di abusiva gestione di fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Indice pen.*, 1984, p. 301.

rabile, in base all'interpretazione costante che dottrina e giurisprudenza offrono dell'art. 18-ter.

La norma in questione ha, in effetti, portata quanto mai ampia, ricomprendendo nella nozione di sollecitazione del pubblico risparmio (i) le offerte di acquisto, vendita, scambio, sottoscrizione di valori mobiliari, (ii) gli inviti ad offrire finalizzati alla conclusione di contratti su valori mobiliari, (iii) gli annunci pubblicitari o informazioni o consigli relativi a valori mobiliari non ancora emessi o per i quali non sia stato ancora predisposto il prospetto.

L'estensione della norma, come si vede, è vastissima¹⁷; a delimitarla valgono solo i (non sempre limpidi) richiami alla destinazione « al pubblico » di offerte, inviti ad offrire e annunci pubblicitari operati dall'art. 18 e dall'art. 18-ter.

Chiamate ad interpretare questo requisito della *pubblicità* della sollecitazione, dottrina e giurisprudenza hanno ravvisato appelli al risparmio *diffuso*¹⁸, o — se si preferisce — *indiscreto*¹⁹, in tutti i casi in cui l'attività sollecitatoria sia rivolta ad una massa *a priori* non individuata di potenziali destinatari; avendosi cura di precisare che « anche rispetto a destinatari determinabili *a priori* un'offerta si qualifica come fatta al pubblico quando l'effettiva individuazione sia possibile soltanto *a posteriori* a seguito di verifica della qualità o condizione presupposta *a priori* »²⁰. Così — ad esempio — si è considerata sollecitazione rilevante ai sensi dell'art. 18 un'offerta rivolta ai soci della società controllante la società offerente, sulla base dell'assunto che la concreta individuazione di questi non era possibile al momento dell'offerta e che « la pluralità di soggetti destinatari in qualche modo fungibili (era) presupposta dalla dimensione necessariamente collettiva dell'operazione proposta »²¹.

Muovendosi sulla linea tracciata dalla dottrina e, soprattutto, dalla giurisprudenza, la Consob ha in questi anni²² ravvisato ipotesi di sollecitazione del pubblico risparmio — per fermarsi a casi che pre-

¹⁷ Sul concetto di sollecitazione del pubblico risparmio v., oltre agli autori già citati nelle note precedenti, E. ROFFO, *Offerta al pubblico di valori mobiliari e tecniche civilistiche di protezione dei risparmiatori-investitori*, in *Giur. it.*, 1983, IV, c. 204 ss.; G. VISENTINI, *Le nozioni di valore mobiliare e di sollecitazione al pubblico ai fini dell'applicazione della nuova disciplina*, in *Il mercato dei valori mobiliari e i fondi comuni di investimento*, Padova, 1985, p. 69 ss.; G. CANNIZZARO e F. CHIAPPETTA, *I valori mobiliari, l'offerta al pubblico e l'art. 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77*, in *Giur. comm.*, 1988, I, p. 844 ss.; D. PREITE, *In tema di sollecitazione al pubblico risparmio*, in *Giur. comm.*, 1986, II, p. 217 ss.; D. CORAPI, *L'obbligo di comunicazione alla Consob e di pubblicazione del prospetto nelle operazioni finanziarie con sollecitazione del pubblico risparmio*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I, p. 24 ss.

¹⁸ Questa espressione è usata da B. LIBONATI, *Clausola di gradimento e appello al risparmio diffuso*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, I, p. 225 ss.

¹⁹ Questa espressione è usata invece da SPADA, *Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio*, cit., p. 13 ss.

²⁰ Pret. Roma, decr. archiviazione 30 gennaio 1984, in *Consob. L'istituzione e la legge penale*, cit., p. 311.

²¹ Pret. Roma, sent. 8 maggio 1984, Federici, *ibid.*, p. 312 s.

²² Per una rassegna accurata e completa v. *Normativa Consob*, a cura di G. Cottino e G. Di Chio, Milano, Ipsoa, 1989, vol. I *sub* « Sollecitazione del pubblico risparmio ». Cfr. anche G. ALPA, *Il prospetto informativo*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1988, II, p. 312 ss.

sentano qualche analogia con le ipotesi in esame — nella raccolta di iscrizioni ad una associazione sportiva, in un caso in cui condizione essenziale per ottenere l'iscrizione era la titolarità di almeno una quota di una certa società²³; nelle operazioni di aumento del capitale con emissione di azioni privilegiate (con esclusione del diritto di opzione) riservate ad agenti e dipendenti della società emittente²⁴; nell'offerta al pubblico di contratti di finanziamento, in un caso in cui l'offerta era diretta ad una categoria di soggetti unitariamente considerati e non individuati nominativamente²⁵. Inoltre, se pure la Consob ha escluso dal campo di applicazione dell'art. 18 le ipotesi di emissione di obbligazioni riservate ai soci della società emittente, essa ha però condizionato l'esclusione al fatto che dal verbale dell'assemblea straordinaria di deliberazione del prestito risulti che lo stesso è stato contestualmente sottoscritto dai soci partecipanti all'assemblea²⁶ ovvero che è stato conferito mandato al consiglio di amministrazione di promuovere la sottoscrizione delle obbligazioni fra i soli azionisti iscritti a libro soci *alla data dell'assemblea*²⁷.

Si nota, dunque, come la destinazione di un'offerta ai soci di una società non sia di per sé sola causa sufficiente ad escludere l'applicabilità dell'art. 18 della legge n. 216. È necessario altresì che questi soci costituiscano una *cerchia ben definita* all'atto dell'offerta²⁸.

Alla luce di quanto rapidamente sottolineato, sembra possa dirsi con sufficiente tranquillità che le offerte « ai soli soci » effettuate a mezzo della televisione nelle ipotesi in esame siano da considerare effettuate « al pubblico ».

Nel nostro ordinamento, invero, non esiste una norma analoga a quella prevista nell'ordinamento belga — al quale pure gli estensori degli artt. 18 - 18-*quater* della legge n. 216 molto si sono ispirati²⁹ — secondo cui è da considerare in ogni caso sollecitazione del pubblico risparmio un'offerta, anche privata, che si indirizzi a più di cinquanta persone³⁰. Se una norma del genere vi fosse, non dovremmo neppure interrogarci sulla destinazione al pubblico dell'offerta. Peraltro il gran numero di soci delle società interessate (7.000 per il « gruppo Intermercato » e 3.000 per la Gruppo System Color S.p.A.) consente di presumere (pur in assenza di una presunzione *ex lege*) che si sia fatto ricorso a metodi di reclutamento « di massa ». D'altronde, come meglio si vedrà in seguito (*sub f*), non è affatto detto che i « soci » destinatari dell'offerta già siano in possesso di questa qualifica al momento della trasmissione televisiva.

²³ Comunicazione 19 aprile 1985, n. 85/5087.

²⁴ Telex 13 dicembre 1985, n. 85/18574.

²⁵ Delibera 27 febbraio 1990, n. 4520.

²⁶ Comunicazione 18 luglio 1989, n. SOC/RM/89003651.

²⁷ Comunicazione 25 luglio 1985, n. 85/11436.

²⁸ In questo senso anche la Cassazione belga, sent. 29 marzo 1983, in *Rev. dr.*

comm., 1984, 192.

²⁹ Riconducono nomogeneticamente gli artt. 18 ss. della legge n. 216 (come successivamente introdotti dalla legge n. 77 del 1983) al modello belga CARBONETTI, *op. cit.*, p. 289 ss., e FERRARINI, *op. cit.*, p. 748 s.

³⁰ Sul punto P. COPPENS, *Cours de droit commercial*, III, Louvain-la-neuve, 1985, p. 329, che parla di « presunzione *iuris et de iure* ».

e) Si è obiettato ancora che la destinazione ad un pubblico « indistinto » delle trasmissioni televisive incriminate sarebbe da escludere, in ragione del fatto che gli istanti si sono sempre serviti di canali televisivi privati e non pubblici.

Per rispondere ad una simile obiezione non è necessario spendere molte parole. È chiaro, infatti, che ai fini della sollecitazione del pubblico risparmio è del tutto irrilevante la situazione dominicale del « mezzo » di diffusione dell'offerta prescelto. Ciò che rileva è invece l'uso di un « mezzo » potenzialmente idoneo alla diffusione fra una massa di persone indeterminata; e tale è certamente una « rete » televisiva, privata o pubblica che sia, potendo chiunque liberamente mettersi in ascolto di essa.

Al più, dubbi potrebbero sorgere con riguardo alle cosiddette televisioni a pagamento (*pay-tv*), in quanto l'accesso alle trasmissioni di simili emittenti non è assolutamente libero, ma necessita di apposito « decodificatore » fornito dall'impresa emittente dietro pagamento di un canone³¹. In queste ipotesi, in effetti, le trasmissioni sono rivolte esclusivamente agli utenti « associati » e non (potenzialmente) a tutti coloro che sono in possesso di un apparecchio televisivo.

Anche in quest'ultimo caso, tuttavia, potrebbe sostenersi — analogamente a quanto detto *supra sub d)* — che la materiale identificazione dei soggetti in grado di ricevere il messaggio televisivo non sempre è possibile all'atto della trasmissione, potendo benissimo — ad esempio — associarsi nuovi utenti all'ultimo momento e anche durante la trasmissione stessa.

Va rilevato, comunque, che non risulta che le « reti » televisive interessate siano « televisioni a pagamento ».

f) Ulteriore argomento difensivo — che si connette ai due precedenti, sempre al fine di escludere la destinazione al pubblico delle « sollecitazioni » — è che le trasmissioni televisive sono introdotte e concluse con *dichiarazione scritta* della società proponente « che esse sono rivolte e indirizzate ai propri soci ». Anche qui, prescindendo dall'analizzare il significato di questa singolare forma di scritto « televisivo », può valere quanto detto in precedenza *sub d)* circa l'insufficienza della generica destinazione « ai soci » di un'offerta per escluderne la natura di sollecitazione del pubblico risparmio.

C'è in effetti da domandarsi cosa succedrebbe nell'ipotesi in cui un non socio si presentasse alla sede della società proponente per concludere una delle operazioni di finanziamento prospettate. Se la società volesse mantenere fede al proprio impegno « televisivo » dovrebbe respingere il non socio, rifiutandosi di concludere il contratto di mutuo ... ma potrebbe sempre « suggerirgli » di dichiarare di essere venuto a conoscenza dell'operazione attraverso canali differenti da quello televisivo o invitarlo ad acquistare (anche a titolo gratuito)

³¹ Sul punto si veda la recente legge 6 agosto 1990, n. 223, che ha disciplinato il sistema radiotelevisivo « pubblico e privato »

(la si può leggere anche in *Giur. comm.*, 1990, I, p. 740 ss.).

una delle sue azioni e a concludere il contratto di finanziamento solo dopo esser divenuto socio. Si vede, in sostanza, come questa limitazione della sollecitazione ai soci sia solo apparente e facilmente aggirabile. Né d'altro canto potrebbero in alcun modo considerarsi invalidi i contratti di mutuo conclusi con non soci venuti a conoscenza dell'operazione a mezzo della televisione.

Inoltre, se anche si introducesse l'ulteriore limitazione che l'annuncio televisivo è indirizzato a chi è *già* socio al momento della trasmissione, ciò potrebbe non essere sufficiente: le trasmissioni sono infatti registrate e trasmesse in replica svariate volte, e sarebbe di fatto impossibile stabilire con riferimento a quale delle repliche debba valutarci la « precedenza » dell'acquisto della partecipazione azionaria.

g) Ultimo argomento, infine, è quello che si basa sulla asserita mancanza di un « investimento » o di un « affidamento fiduciario della gestione ».

La mancanza di un *investimento* non è di per sé significativa: dal sistema della legge, e in particolare dall'art. 18-ter, si deduce che è sollecitazione rilevante quella avente ad oggetto un'operazione di raccolta/impiego del pubblico risparmio *a titolo di investimento* (operazione di tipo speculativo) o *a titolo di finanziamento* (operazione di tipo creditizio)³². Ora, le operazioni proposte sono di due tipi: la sottoscrizione di azioni e la conclusione di contratti di mutuo; nel primo tipo è senz'altro raffigurabile un « investimento »³³, nel secondo è senz'altro raffigurabile un « finanziamento ». In entrambi i casi si rimane all'interno del campo disegnato dagli artt. 18 e seguenti della legge n. 216.

Più oscura è la seconda affermazione: la mancanza di un *affidamento fiduciario della gestione*. Non si capisce, infatti, per quale ragione una operazione costituente sollecitazione al pubblico risparmio debba avere necessariamente ad oggetto un « affidamento fiduciario » o una « gestione » del risparmio raccolto.

Probabilmente, ciò che volevano dire gli istanti — colpevolmente dimenticando il richiamo dell'art. 18-ter ai « crediti » ed « interessi negoziabili e non » — è che per aversi valore mobiliare deve esserci o

³² Cfr. SPADA, *Dai titoli di credito atipici*, cit., p. 20.

³³ FIGA e SEGNI, voce cit., p. 1146, indicano come esempio di acquisto di azioni con finalità diverse dall'investimento quello dell'organizzazione ecologista che acquista partecipazioni in varie società, con lo scopo di far valere i propri interessi « non speculativi » nelle sedi assembleari, e a tal fine offre

poi al pubblico degli « ecologisti » parte dei propri titoli ad un prezzo notevolmente maggiorato rispetto a quello di borsa. Si tratterebbe — per questi autori — di un'ipotesi di offerta di valori mobiliari senza sollecitazione del pubblico risparmio (ma non si potrebbe parlare invece, provocatoriamente, di sollecitazione non avente ad oggetto valori mobiliari?).

un « investimento » (prima « classe » di valori mobiliari³⁴ individuata dall'art. 18-ter) o un « affidamento in gestione » (terza « classe »), e non essendovi nel caso di specie né l'uno né l'altro non vi è valore mobiliare e dunque sollecitazione rilevante ai sensi dell'art. 18.

Il ragionamento è viziato sotto due aspetti. In primo luogo perché dimentica, come si è detto, l'esistenza di una seconda « classe » di valori mobiliari (quella dei crediti ed interessi), la cui esplicita previsione da parte della norma fa cadere questo tentativo di « riduzione binaria ».

In secondo luogo in quanto appare errata la stessa ricostruzione della terza « classe »; forse perché gli istanti sono stati « fuorviati » dalla cattiva comprensione delle affermazioni di quella parte della dottrina che ne parla come di « diritti di gestione... di beni materiali o proprietà immobiliari »³⁵. Questa ricostruzione non è infatti comprensibile se non, ancora una volta, come « suggestione » del diritto belga: è infatti l'art. 22 della legge belga 10 giugno 1964 a parlare di « abandon par les titulaires de la jouissance privative de (ces biens) dont la gestion, organisée collectivement, est confiée à une personne agissant à titre professionnel ». L'art. 18-ter, di per sé, non giustifica né tanto meno necessita una simile lettura.

3. In verità, ogni volta che ci si volge ad analizzare le nozioni di « sollecitazione del pubblico risparmio » e di « valore mobiliare », come delineate rispettivamente dagli artt. 18-ter e 18-bis della legge n. 216, si è presi da un senso di profonda insoddisfazione. Molto meglio avrebbe fatto il nostro legislatore se si fosse soffermato a definire il concetto di *investimento* (in senso ampio, idoneo anche a ricomprendere le operazioni in precedenza identificate come « finanziamenti »), per imporre poi l'obbligo di comunicazione alla Consob e di redazione del prospetto informativo a chiunque proponesse al pubblico « operazioni » in tal modo qualificabili.

Così si sono mossi i legislatori anglosassoni. Il *Financial Services Act* del 1986 pone al centro del sistema non già la *security*, ma l'*investment*: è infatti con la nozione di « investment » (e di « investment business ») che si apre l'art. 1 dell'*Act*, che qualifica l'operazione di investimento come « any asset, right or interest falling within (a sta-

³⁴ Secondo la classificazione di CARBONETTI, *op. cit.*, p. 289 s. Questo autore scompone la nozione di valore mobiliare offerta dall'art. 18-bis in quattro « classi »: a) « ogni documento o certificato che direttamente o indirettamente rappresenti diritti in società, associazioni, imprese o enti di qualsiasi tipo, ivi compresi i fondi di investimento italiani od esteri »; b) « ogni documento o certificato rappresentativo di un credito o di un interesse negoziabile e non »; c) « ogni documento o

certificato rappresentativo di diritti relativi a beni materiali o proprietà immobiliari »; d) « ogni documento o certificato idoneo a conferire diritti di acquisto di uno dei valori mobiliari sopra indicati... ».

³⁵ Così VISENTINI, *I valori mobiliari*, cit., p. 707, che aggiunge che la categoria dei valori mobiliari resta circoscritta « ai contratti ove il risparmiatore attende un reddito dalla gestione dell'investimento di cui si priva a favore dell'intermediario ».

tutory list) »³⁶. Anche nel sistema americano, ove pure appare centrale la nozione di *security* descritta nel *Securities Act* del 1933 (spec. *Title I, Section 2 (1)*), il concetto è stato così dilatato dalla giurisprudenza della Suprema Corte da finire per identificarsi — allontanato ogni retaggio « cartolare » — con la nozione stessa di *investment contract*³⁷.

Il legislatore italiano, invece, ha preferito fissare i due concetti di sollecitazione del pubblico risparmio e valore mobiliare, entrambi estranei alla nostra tradizione, credendo in tal modo di dare alle nuove norme un ambito applicativo più vasto, idoneo a ricomprendere ogni forma « atipica » di raccolta del risparmio diffuso³⁸.

Il concetto di *sollecitazione* è in effetti molto ampio, includendo (in teoria) sia le offerte al pubblico, sia i pubblici inviti ad offrire, sia le mere attività promozionali condotte presso il pubblico. Questa capacità « omnicomprensiva » è però nei fatti limitata dall'attività della Consob, che attraverso gli « schemi tipo » di prospetto informativo da essa elaborati (delibera 18 luglio 1989, n. 4173) e il regolamento delle attività « porta a porta » (delibera 10 luglio 1985, n. 1739) finisce per trasformare ogni forma di sollecitazione in un'offerta al pubblico; con ciò, peraltro, muovendosi secondo le intenzioni dello stesso legislatore che, parlando di « recesso » e di « sospensione dell'efficacia dei contratti decorrente dalla data di sottoscrizione » (art. 18-ter, comma 2), fa trasparire la propria preferenza per il modello dell'offerta al pubblico³⁹.

Resta il fatto, comunque, che — nel dettato della legge — la nozione di sollecitazione comprende anche i pubblici inviti ad offrire. Be-

³⁶ Questa « list » è contenuta nella prima parte della *schedule 1* annessa all'*Act* (ed è stata riformata in epoca molto recente; v. *Guidance Release* n. 6/88 del *Securities Investment Board*, anche in *SIB - Rules and regulations*, cap. X; da ultimo *Guidance Release* n. 2/90). Sul punto si veda, diffusamente, R.R. PENNINGTON, *The Law of the Investment Markets*, Oxford-London-Edinburgh-Boston-Melbourne, 1990, p. 54 ss., spec. 57-70. Cfr. anche C. MOTTI, *La specializzazione degli intermediari finanziari; il modello britannico*, in *Dir. banca merc. fin.*, 1988, p. 205.

³⁷ Per la definizione del concetto di *security* come equivalente di *investment contract* è comunemente ritenuta « capostipite » una sentenza della Suprema Corte del 1946, *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946). Si rifanno ad essa D.L. RATNER, *Securities regulation*, 3^a ed., St. Paul, Minn., 1986, p. 230 ss.; R.W. JENNINGS e H. MARSH jr., *Securities regulation*, 5^a ed., New York, 1982, p. 185 ss.; L. Loss, *Fundamentals of securi-*

ties regulation, Boston-Toronto, 1983, p. 192 ss.; la stessa sentenza è richiamata pure da CARBONETTI, *op. cit.*, p. 292. La definizione della Suprema Corte (« an investment of money in a common enterprise with profits to come solely from the efforts of others ») ha avuto notevole successo ed è stata più volte ripresa, ad esempio in *United Housing Foundation inc. v. Forman*, 421 U.S. 837, 852 (1975). Fra i giudici di grado inferiore v. *Brodt v. Bache*, 595 F. 2d 459 (9th Cir. 1978), secondo cui « the term security... means inter alia any investment contract ».

³⁸ Per tutti cfr. LIBONATI, *Commento*, cit., p. 508; VISENTINI, *Emissione e collocamento di valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 1983, p. 893.

³⁹ Per queste riflessioni rimando al mio *Dalla formazione alla forma dei contratti su valori mobiliari (prime note sul « neoformalismo negoziale »)*, in corso di pubblicazione negli *Studi* in onore di Giorgio Oppo, e in *Banca, borsa ecc.*, 1990, I, p. 777 ss.

ne fa pertanto la Consob in uno dei provvedimenti in epigrafe a riaffermarlo (« non è sostenibile in diritto che non si abbia sollecitazione del pubblico risparmio ove l'offerta al pubblico di valori mobiliari non contenga gli estremi essenziali del contratto alla cui conclusione è diretta, posto che in tale caso l'offerta al pubblico non varrà come proposta ai sensi dell'art. 1336 del cod. civ., ma è nondimeno soggetta al regime di cui all'art. 18 *sub* art. 1, della legge n. 216/1974 »): la « trasformazione » *de facto* delle sollecitazioni in offerte al pubblico si realizza in effetti attraverso il prospetto informativo, concepito di norma dalla Consob stessa come veicolo di un'offerta *ex art.* 1336 cod. civ., ma sino al momento della redazione del prospetto (che lo trasforma in offerta) il semplice invito ad offrire rivolto al pubblico rileva certamente come sollecitazione del pubblico risparmio.

Più complessa si presenta l'analisi del concetto di *valore mobiliare*. Anche in questo caso la definizione offerta dal legislatore (nell'art. 18-*bis*) intendeva essere molto ampia ed « omnicomprensiva »; tuttavia così non è stato e il valore mobiliare — nonostante gli sforzi « svalutanti » operati dalla dottrina — ha rischiato di rivelarsi più un ostacolo che un'agevolazione all'applicazione dell'art. 18.

Ricorrendo a questo concetto per definire l'oggetto delle sollecitazioni al pubblico risparmio, il legislatore ha introdotto nel nostro ordinamento un « corpo esterno », poco comprensibile in un sistema che conosce una nozione unitaria di titolo di credito⁴⁰. Scarsamente significativi sono d'altro canto i rarissimi precedenti: l'art. 2, ultimo comma, della legge bancaria (che assoggetta all'autorizzazione della Banca d'Italia l'emissione « di azioni, di obbligazioni, di buoni cassa, di valori mobiliari di ogni natura ») e l'art. 7, ultimo comma, del d.P.R. n. 138 del 1975, emanato in esecuzione della delega prevista dalla legge n. 216 (« resta ferma la competenza del Ministro per il Tesoro per i provvedimenti che ritenga di adottare nei riguardi del mercato nazionale dei valori mobiliari per finalità di politica economica »); in essi « valore mobiliare » è solo nozione residuale ed indistinta che ha l'unica finalità di non precludere futuri possibili (ma, al momento della redazione delle norme, non precisamente prevedibili) interventi dell'autorità amministrativa.

Si è così impiegato (arbitrariamente) un termine nato in un sistema « dualista » quale quello francese — in cui *valeur mobilière* è concet-

⁴⁰ Sul punto v. i noti saggi di G.L. PELIZZI, *Panorama dei titoli di credito*, già in *Banca, borsa ecc.*, 1984, I, p. 1 ss., ora in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1988, p. 433, spec. 435 s., 446; e *L'unità dei titoli di credito*, già in *Riv. dir. civ.*, 1979, I, ora in *Saggi*, cit., p. 449 ss., anche per l'evidenziazione del-

le differenze fra modello « unitario » tedesco e modello « unitario » italiano, e fra le tesi di BRUNNER (cfr. *Die Werthpapiere*, in ENDEMANN'S, *Handbuch des deutschen Handels- und Wechselrecht*, Leipzig, 1884, *Abchn.* 3, p. 140 ss.) e di VIVANTE (cfr. *Trattato di diritto commerciale*, III, V ed., p. 162 ss.).

to contrapposto a *effet de commerce*⁴¹ — per usarlo quale criterio delimitativo dell'applicazione della disciplina dei controlli pubblicitari sulla sollecitazione del pubblico risparmio; laddove in Francia la disciplina dell'*appel publique à l'épargne* non è (immediatamente) subordinata alla presenza di *valeurs mobilières*⁴².

Secondo le ricostruzioni più convincenti, in verità, il legislatore più che rifarsi direttamente al sistema francese si è ispirato al diritto belga e al diritto americano⁴³, senza però seguire sino in fondo nessuno dei due modelli. Anche in questi due ordinamenti, invero, la presenza di una *valeur mobilière* o di una *security* non è presupposto necessario per l'applicazione della disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio. Il sistema belga, accanto a valori mobiliari e altri « titres négociables ou non », considera anche le « opérations ayant directement ou indirectement pour objet des droits sur des biens » (art. 22 della legge 10 giugno 1964); il sistema statunitense, accanto a figure tipiche quali « stocks » e « bonds », considera anche figure non documentate (*Sect. 2 (1) SA 1933*). I due ordinamenti non richiedono dunque la « documentalità » dell'oggetto dell'appello pubblico al risparmio.

Il *valore mobiliare* dell'art. 18-bis, pur potendo avere « qualsiasi » contenuto⁴⁴, ed essendo figura certamente più ampia del titolo di credito — come si è detto — è invece pur sempre (almeno in apparenza) legato al requisito documentale. La legge parla infatti di « documento o certificato » e lo qualifica in taluni casi « rappresentativo di diritti » e in altri « idoneo a conferire diritti ».

La singolarità del sistema italiano non sta però tanto nel fatto che l'esistenza di un valore mobiliare è (sembra essere) condizionata alla presenza di un supporto cartaceo, quanto nel fatto che l'applicazione della disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio è (sembra essere) condizionata alla presenza di un valore mobiliare.

Nella sua accezione tradizionale, in quegli ordinamenti dai quali il nostro legislatore ha mutuato il concetto, il valore mobiliare, in effet-

⁴¹ Questa è la definizione che ne danno G. RIPERT e R. ROBLOT, *Traité élémentaire de droit commercial*, 10^a ed., Paris, 1986, vol. II, p. 5: « les valeurs mobilières sont les titres émis, pour un montant global et déterminé, par une collectivité publique ou privée, négociables suivant les modes simplifiés du droit commercial, conférant des droits identiques à leurs titulaires pour une même émission, éventuellement remboursables à une date unique ou par amortissements successifs, à une échéance qui dépasse la durée normale des crédits à court terme. Ces caractéristiques les rendent susceptibles de négociations en bourse ».

⁴² Cir. l'art. 1 dell'ord. 28 settembre 1967, n. 67-833 che (nel suo testo originario) fissava quale obiettivo dell'attività della

Commission des opérations de bourse il controllo della « information des porteurs de valeurs mobilières et du public sur les sociétés qui font publiquement appel à l'épargne et sur les valeurs émises par ces sociétés ainsi que de veiller au bon fonctionnement des bourses de valeurs ». Sul punto, da ultimo, F. ANNUNZIATA, *La legge di riforma della Commission des opérations de bourse tra « sécurité » e « transparence » del mercato finanziario*, in *Riv. soc.*, 1990, p. 613 ss.

⁴³ CARBONETTI, *op. cit.*, p. 289 ss.; FERRARINI, *op. cit.*, p. 748 ss.

⁴⁴ G. ALPA, *Aspetti e problemi delle tipologie contrattuali degli investimenti*, in *Econ. e dir. terziario*, 1990, p. 123, ne parla come di figura « onnipervasiva ». Sul punto si veda MINERVINI, *La Consob*, cit., p. 117 s.

ti, è sempre rappresentato da un documento. Al più, nei sistemi che conoscono la « dematerializzazione » di questi valori, viene parificata al supporto cartaceo l'*iscrizione in conto*. Così, ad esempio, la recente legge francese n. 88-1201 del 23 dicembre 1988, nel definire i valori mobiliari che possono essere oggetto di investimento da parte di un fondo comune, precisa che (art. 1) « sont considérés comme valeurs mobilières (pour l'application de la présente loi) les titres émis par des personnes morales publiques ou privées, transmissibles par inscription en compte ou tradition, qui confèrent des droits identiques par catégorie et donnent accès, directement ou indirectement, à une quotité du capital de la personne morale émettrice ou à un droit de créance général sur son patrimoine ».

Nel nostro sistema, però, il concetto di valore mobiliare in sé e per sé non presenta alcun interesse e se ci si preoccupa di darne una definizione è solo per capire quando si verifichi la fattispecie « sollecitazione del pubblico risparmio », che importa sottoposizione agli obblighi previsti dall'art. 18. In questo senso — lo si ripete — il dover ricercare comunque un « documento » è sempre stato avvertito come un ostacolo dai commentatori, che hanno ritenuto di poter trovare una « scappatoia » nell'affermazione che « la norma vuole riferirsi ad ogni situazione soggettiva di cui vi sia comunque traccia documentale »⁴⁵, in questo modo ridimensionando il richiamo al documento. Significativa in tal senso è la vicenda delle sollecitazioni aventi ad oggetto quote di società a responsabilità limitata: per esse, che non possono essere rappresentate da titoli (art. 2472 cod. civ.), il requisito della « documentalità » si è ritenuto soddisfatto dall'esistenza di documenti « nei quali si attestò, nella forma ad es. di una ricevuta, l'avvenuto versamento del conferimento in s.r.l. »⁴⁶. Si arriva così ad un ossequio meramente formale della norma: basta che vi sia un qualsivoglia documento cartaceo (una ricevuta, una copia di un contratto...) e c'è valore mobiliare; può dunque applicarsi l'art. 18 della legge n. 216.

Questa soluzione appare peraltro eccessivamente « sforzata ». Da un lato, infatti, la norma non sembra rispettata appieno: l'art. 18-*bis* non parla solo genericamente di « documenti », ma di « documenti rappresentativi di diritti », e questa caratteristica non si può ravvisare in una ricevuta di versamento⁴⁷. Dall'altro, poi, va rilevato che basterebbe evitare di rilasciare ricevute o copie di documenti per sfuggire agli obblighi previsti dall'art. 18.

⁴⁵ LIBONATI, *Commento*, cit., p. 511; ripreso da CARBONETTI, *op. cit.*, p. 288.

⁴⁶ LIBONATI, *op. ult. cit.*, p. 510; concorde G. MOGLIA, *Offerta al pubblico di quote di società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 1988, p. 1277.

⁴⁷ Cfr., contestando l'applicazione dell'art. 18, G. MATTERA e B. MORGIGNI, *È applicabile alle quote di s.r.l. la disciplina dell'art. 18-bis della legge n. 216/1974?*, in *Riv. not.*, 1990, p. 395 ss.

Qui si vede il (teorico) limite della ricostruzione prospettata. Nei provvedimenti in epigrafe la Consob, per affermare la necessità della redazione del prospetto informativo, ha dovuto dire che « sono valori mobiliari i contratti di finanziamento in quanto *documenti* rappresentativi di un credito o di un interesse negoziabile o non ai sensi dell'art. 1/18-*bis* ». Così facendo, la Commissione ha aderito alla ricostruzione criticata, dicendo che « i contratti » ... sono « documenti ». Ora, però, in tanto in un contratto può ravvisarsi un « documento », in quanto sia redatto per iscritto; gli interessati potrebbero dunque sottrarsi ai controlli della Consob dichiarando di aver concluso con i clienti contratti di mutuo *in forma orale*, dunque in assenza di documenti cartacei.

La finzione contratto = documento = valore mobiliare finisce allora per rivelarsi insoddisfacente. Se si vuole percorrere questa strada sino in fondo si deve verosimilmente arrivare a dire che non è necessario che una sollecitazione del pubblico risparmio abbia ad oggetto « documenti » e a liberare in conseguenza la nozione di valore mobiliare da ogni requisito documentale⁴⁸.

Questa strada è stata in parte percorsa dai sostenitori delle ricordate tesi « monistiche », che svalutano il richiamo al valore mobiliare; ma anche essi finiscono per ricercare comunque una *chartula* che « svolga una qualsiasi, anche sommaria, funzione di documentazione » e rammentano che la formula adottata dall'art. 18-*bis* è idonea a « ricomprendere sia lo stesso contratto, sia le ricevute dei versamenti, sia gli estratti conto »⁴⁹.

La soluzione « estrema » è stata indicata, piuttosto, dagli autori che più di recente hanno studiato il fenomeno delle gestioni cosiddette fiduciarie di patrimoni mobiliari, affermando che *il servizio* di amministrazione di patrimoni *costituisce valore mobiliare in sé* e tale natura permane qualunque sia l'oggetto dell'investimento⁵⁰. In questa chiave la lettura, valore mobiliare è un « investimento a carattere finanziario, inteso come risultato complessivo di un disegno originario »⁵¹. La stessa Consob in realtà, con una comunicazione del 1984⁵², aveva mostrato (sia pur implicitamente) di condividere una simile lettura; una successiva delibera del 1989⁵³ ha però mostrato (sempre implicitamente) un'inversione di tendenza, parlando di « servizi di amministrazione fiduciaria di patrimoni mediante operazioni *aventi ad oggetto* valori mobiliari ».

⁴⁸ In questo senso l'indicazione di SPADA, *Dai titoli atipici*, cit., p. 20.

⁴⁹ CARBONETTI, *op. cit.*, p. 288 e 297.

⁵⁰ P. FERRO-LUZZI, *Il nuovo « schema » di prospetto relativo all'amministrazione fiduciaria di patrimoni; noterelle esegetiche e sistematiche*, in corso di pubblicazione in *Banca, borsa ecc.*; FERRARINI, *I nuovi confini*, cit., p. 750 ss. (questo autore si schiera però fra i « dualisti »).

⁵¹ FERRO-LUZZI, *op. cit.*

⁵² Comunicazione n. 84/11815 del 10 settembre 1984 (in *Riv. soc.*, 1984, p. 639 ss.), interpretata in questo senso da FERRARINI, *op. cit.*, p. 752; cfr. anche, nel medesimo senso, la circolare Assofiduciaria n. 15/1985 del 15 maggio 1985 (anch'essa in *Riv. soc.*, 1985, p. 330 ss.).

⁵³ Delibera n. 4173, cit., « schema » n. 10.

Sembra invero possibile, procedendo ad una ricostruzione sistematica della disciplina che superi la considerazione meramente esegetica della nozione offerta dall'art. 18-bis, giungere ad affermare che valore mobiliare è l'*unità di misura* di un'operazione di finanziamento o di investimento, nel senso innanzi illustrato, offerta al pubblico⁵⁴, e che la presenza di documenti o certificati è un elemento *naturale* della fattispecie, non un requisito essenziale⁵⁵.

Ricostruita in questo modo la fattispecie medesima — beninteso, « forzando » un poco la norma, ma non molto più di quanto non la « forzi » chi ritiene soddisfatto il requisito documentale in presenza di una ricevuta o di un estratto conto — la proposta al pubblico di contratti di finanziamento implica necessariamente una sollecitazione rilevante ai sensi dell'art. 18, indipendentemente dal fatto che il contratto di mutuo venga poi formato su carta, supporto magnetico, altro supporto o oralmente.

In questo senso è anche, significativamente, l'evoluzione legislativa. La recentissima legge istitutiva delle « società di intermediazione mobiliare » (legge 2 gennaio 1991 n. 1) specifica, infatti, all'art. 1, comma 2, che « i *contratti* a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari, tassi di interesse e valute (...) *sono considerati valori mobiliari* », senza soffermarsi sulla *forma* (scritta o orale) dei contratti stessi.

Non può negarsi, comunque, come la soluzione proposta, pur se ragionevole, sia per certi aspetti « teorica » e « provocatoria ». Da un lato, infatti, il caso di sollecitazioni che ... non lasciano segni appare fortemente improbabile, una volta acquisito che l'iscrizione in conto di valori mobiliari « dematerializzati » implica comunque l'esistenza di un documento. Dall'altro, poi, è pienamente comprensibile che la Consob, dinanzi ad una norma che parla di « documenti o certificati », si mostri restia ad adottare provvedimenti di divieto senza aver individuato un qualche aspetto « cartaceo » dell'oggetto della sollecitazione: la soggezione del provvedimento al successivo sindacato del giudice giustifica infatti la ricerca di una soluzione « tranquillizzante » e il più possibile rispettosa (anche nella forma) della lettera della legge.

⁵⁴ Cfr. ancora SPADA, *op. loc. ult. cit.*

⁵⁵ Cfr. LIBONATI, *Commento*, cit., p.