



Fondazione Bruno Visentini



LUISS
CERADI
*Centro di ricerca
per il diritto d'impresa*

SOCIETÀ QUOTATE E MERCATI DEI CAPITALI IN ITALIA

Aprile 2013

La regolamentazione del mercato dei capitali in Brasile e in Italia:
un'analisi internazionale comparata

Direttore Scientifico: prof. Gustavo Visentini

Rapporto di Ricerca su “Società quotate e mercati dei capitali in Italia”

Eugenio Ruggiero (coordinatore);
Giacchino Amato, Maria Gabriella Cucca, Scipione Maggi,
Teresa Mattioli, Sara Meloni, Federico Raffaele, Stefano
Torregiani, Tiziana Ventrella, Filippo Zatti, Maria Zinno.

Sommario

Presentazione

Sommario esecutivo

Gli autori

Parte prima: Le società quotate

Capitolo 1 – L’assemblea (Teresa Mattioli)

1. Cenni introduttivi. 2. Le competenze. 3. La procedura assembleare. 3.1. La convocazione. 3.2. L’informazione preassembleare. 3.3. Altri Diritti dei Soci: il diritto d’integrazione dell’o.d.g. e il diritto di porre domande. 3.4. Il diritto d’intervento. 3.5. L’esercizio del diritto di voto. 4. L’invalidità della delibera assembleare.

Capitolo 2 - I modelli di amministrazione e controllo nelle società per azioni quotate (Maria Gabriella Cucca)

1. Il modello tradizionale. 1.1. L’organo amministrativo. 1.1.2. Interessi degli amministratori. 1.1.3. Meccanismo di elezione e composizione del consiglio di amministrazione. 1.1.4. Gli amministratori indipendenti. 1.1.5. L’amministratore di minoranza. 1.1.6. Il *lead independent director*. 1.1.7. La remunerazione degli amministratori. 1.1.8. La remunerazione degli amministratori nel codice di autodisciplina. 1.2. Il Collegio sindacale. 1.2.1. Meccanismo di elezione e composizione del consiglio. 1.2.2. Competenze del collegio sindacale. 2. I modelli alternativi. 2.1. Il sistema dualistico. 2.2. Il modello monistico. 3. La revisione legale dei conti. 3.1. Indipendenza del revisore. 3.2. Il giudizio sul bilancio. 3.3. La responsabilità del revisore.

Capitolo 3 – Assetti proprietari (Teresa Mattioli)

1. Premessa. 1.1. Partecipazioni rilevanti.

Capitolo 4 - Le azioni e gli altri strumenti finanziari partecipativi nel diritto italiano (Sara Meloni)

1. Le azioni: caratteri generali. 1.1. La circolazione dei titoli azionari. 1.2. Le Categorie speciali di azioni. 1.3. Le azioni privilegiate nei diritti patrimoniali: azioni privilegiate, azioni postergate, azioni correlate. 1.4. Le azioni limitate nel diritto di voto. 1.5. Le azioni con prestazioni accessorie, le azioni a favore dei prestatori di lavoro e le azioni di godimento. 1.6. Le Azioni di risparmio. 2. Gli strumenti finanziari partecipativi.

Capitolo 5 – Le obbligazioni. Disciplina e problematiche (Tiziana Ventrella)

1. Emissione di obbligazioni. 1.1. Organi competenti all’emissione. 2. Diritti degli obbligazionisti. 2.1. Il diritto al rimborso. 2.2. Tipi particolari di obbligazioni sotto il profilo del rimborso. 2.3. I chiarimenti introdotti dal D.l. 83 del 2012: la linea di confine tra 2° e 3° comma dell’art. 2411 c.c. 3. Limiti all’emissione di obbligazioni. 3.1. La funzione del limite. 3.2. Il periodo di riferimento per il calcolo della soglia: il problema delle perdite in corso. 3.3. Garanzie per l’emissione di

obbligazioni di altre società. 3.4. Le eccezioni al limite. 3.5. Le novità introdotte dal D.l. 83 del 2012. 4. Contenuto dell'obbligazione. 5. Costituzione di garanzie reali. 6. L'assemblea degli obbligazionisti. 6.1. Funzionamento e competenze. 6.2. Impugnazione delle delibere assembleari. 7. Il rappresentante comune. 7.1. Obblighi e poteri. 8. Rimedi a tutela degli obbligazionisti. 9. Le obbligazioni convertibili in azioni. 9.1. Il rapporto di cambio. 9.2. Delega agli amministratori. 9.3. Obbligazioni con *warrant*: differenze. 9.4. Le sorti del diritto di opzione alla luce delle norme comunitarie (art. 2441, primo comma, e art 29 par. 1 e 6 della seconda direttiva in materia societaria). 10. Le nuove cambiali finanziarie.

Parte Seconda: I mercati dei capitali

Capitolo 1 - Principi, obiettivi e storia della regolazione del mercato dei capitali in Italia (Filippo Zatti)

1. Definizione del mercato dei capitali e dei suoi segmenti primario e secondario. 2. Funzioni del mercato dei capitali e sua disciplina; rapporto tra sviluppo economico e sviluppo del mercato dei capitali italiani. 3. Principi che presiedono alla disciplina del mercato dei capitali. 4. (La più recente) Storia della regolazione del mercato dei capitali in Italia. 5. Indicazione dei principali riferimenti legislativi del mercato dei capitali in Italia.

Capitolo 2 - Il mercato secondario dei valori mobiliari: le Borse (Scipione Maggi)

1. L'evoluzione del mercato secondario dei valori mobiliari in Italia. 2. I mercati regolati dei valori mobiliari in Italia: mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione; internalizzatori sistematici. 3. Le regole di trasparenza. 4. I meccanismi di liquidazione, compensazione e garanzia delle operazioni.

Capitolo 3 - Le Autorità di vigilanza dei mercati finanziari (Stefano Torregiani)

1. Introduzione. 2. La Consob. 2.1. L'evoluzione normativa della disciplina della Consob. 2.2. La struttura della Consob. 2.3. Le funzioni della Consob. 3. Le altre autorità di vigilanza del mercato mobiliare italiano. 3.1. La Banca d'Italia. 3.2. Il Ministero dell'Economia. 3.3. L'ISVAP e la COVIP. 3.4. La società di gestione dei mercati (Borsa Italiana S.p.a.). 4. La cooperazione tra gli organi di vigilanza nazionali ed europei.

Capitolo 4 - Gli abusi di mercato (Giacchino Amato)

1. Premessa. 2. L'abuso di informazioni privilegiate. 2.1. Le scelte di politica sanzionatoria. 2.2. Il bene tutelato dalla norma. 2.3. La condotta vietata. 2.4. Il momento acquisitivo dell'informazione privilegiata. 2.5. La comunicazione dell'informazione privilegiata a terzi. 2.6. Le raccomandazioni di investimento. 2.7. L'illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate. 3. La manipolazione del mercato. 3.1. La fattispecie vietata e la *ratio* economico-sociale dell'incriminazione. 3.2. Offensività dell'attività manipolativa. 3.3. Gli elementi della condotta manipolativa informativa. 3.4. La manipolazione operativa. 4. Conclusioni.

Presentazione

Nel 2011 la Fondazione Bruno Visentini (FBV) e la Escola de Direito de São Paulo della Fondazione Getulio Vargas (Direito GV) hanno stipulato un accordo di collaborazione scientifica per condurre in comune ricerche nel settore giuridico economico, in un'ottica internazionale di reciproco arricchimento e scambio.

In attuazione dell'accordo, anche avvalendosi della sinergia scientifica e della condivisione di risorse con il Ceradi della Luiss Guido Carli, è stata avviata una ricerca congiunta che, dedicata alla regolamentazione del mercato dei capitali, prevede quale risultato finale della collaborazione, la creazione di un Laboratorio permanente sul tema.

Il progetto "La regolamentazione del mercato dei capitali in Brasile e in Italia: un'analisi internazionale comparata" è volto anzitutto a rilevare le peculiarità dei rispettivi mercati, per verificarne l'adeguatezza rispetto alle economie nazionali e alle esigenze di finanziamento delle imprese.

I due gruppi di ricerca hanno deciso di comune accordo di articolare il lavoro in più fasi, iniziando con l'indispensabile ricognizione critica della specificità dei rispettivi mercati di capitali e della relativa regolamentazione.

Questa prima fase, di cui oggi si presentano i risultati, in un'ottica di approfondimento dei rispettivi sistemi, mira ad individuare, per ciascun ordinamento, i tratti caratterizzanti che, nelle successive fasi della ricerca, saranno oggetto di reciproco confronto e studio in chiave comparatistica.

In particolare, traendo spunto dalle caratteristiche che, nonostante la spinta alla globalizzazione, continuano a connotare l'economia nazionale, i capitoli in cui si articola la ricerca italiana propongono un ragionato esame della struttura e della regolamentazione dei mercati dei capitali, nonché un'attenta analisi delle caratteristiche dei titoli emessi dalle società quotate e della loro *governance*.

L'obiettivo di questo primo stadio di lavoro e di cooperazione tra le due Fondazioni è, dunque, quello di offrire un quadro esauriente che, pur limitandosi per il momento soltanto ad accennare alle problematiche ed ai relativi rimedi, ponga solide basi per una successiva indagine comparatistica. Ciò al fine anche di prefigurare ipotesi di intervento legislativo nei rispettivi ordinamenti.

Sommario esecutivo

Parte prima: Le società quotate

Capitolo 1 – L’assemblea. (Teresa Mattioli)

- Nelle società quotate si amplifica il ruolo dell’assemblea quale organo deputato all’esercizio del controllo da parte delle minoranze: più che nella società per azioni ordinaria si fanno sentire due esigenze: quella di assicurare un maggior controllo sui gestori, per fronteggiare i rischi derivanti da un *management* forte e una proprietà debole, e quella di evitare che i soci di maggioranza perseguano interessi contrari a quelli dell’intero azionariato, esigenza particolarmente avvertita nei casi di proprietà concentrata nelle mani di pochi soggetti come tipicamente il mercato italiano.
- Nel corso dei decenni, gli interventi riformatori hanno sostanzialmente rivisitato il ruolo dell’assemblea, snaturandone, in parte, la sua essenza. L’evoluzione normativa ha toccato le seguenti fasi fondamentali: il Testo Unico della Finanza (d. lgs. 58 del 1998) ancora fedele all’impostazione tradizionale, la Riforma del Diritto Societario del 2003 (d. lgs. 1 del 2003), che ha ridimensionato sensibilmente il ruolo delle minoranze, la legge sul risparmio n. 252 del 2005 e infine il d. lgs. 27 del 2010 che ha recepito la Direttiva Comunitaria 36 del 2007 “*Shareholders’ Rights*”. È sicuramente con quest’ultimo intervento che si è cercato di rimediare alle pregresse erosioni di diritti in capo ai soci minoritari apportando nuove forme di tutela, così come richieste a livello comunitario.
- È il Codice Civile a dettare le materie di competenza dell’assemblea, secondo il principio tradizionale che vuole riservate all’assemblea ordinaria le decisioni necessarie per la prosecuzione del rapporto di società, e le altre all’assemblea straordinaria; ciò giustifica i diversi quorum, costitutivi e deliberativi, richiesti.
- Va segnalata una progressiva erosione di competenze dell’assemblea con conseguente accentramento delle medesime in capo agli amministratori, che ha traghettato l’ordinamento italiano verso un’esperienza più affine a quella continentale e anglosassone. Il ridimensionamento del ruolo dell’assemblea è in quest’ottica controbilanciato dal perseguimento di ulteriori finalità, quali la semplificazione delle procedure e una maggiore flessibilità ed efficienza dell’organizzazione nel suo complesso.
- La deliberazione assembleare giunge all’esito di una procedura che inizia con la convocazione e si articola nella discussione e nell’esercizio degli altri diritti dei soci. Questi ultimi in particolare assolvono all’importante funzione di tutelare i soci di minoranza da abusi dei soci di controllo e in generale di garantire a tutti gli azionisti l’effettività delle prerogative loro riconosciute. La materia è stata significativamente rivista in seguito al recepimento della Direttiva Comunitaria “*Shareholders’ Rights*”, anche se la portata innovativa è sensibilmente ridotta dalla natura dispositiva di gran parte degli istituti di nuova introduzione. Tra questi si segnalano: il diritto delle minoranze di chiedere la convocazione

dell'assemblea, il diritto all'integrazione dell'ordine del giorno, il diritto a porre domande e il diritto d'informazione.

- L'intervento in assemblea è riservato ai soci che risultino tali da una comunicazione dell'intermediario all'emittente, essa è effettuata sulla base delle evidenze risultanti al settimo giorno di mercato aperto antecedente la data fissata per l'assemblea (*record date*): addebiti ed accrediti successivi non rilevano al fine della legittimazione. Viene quindi meno l'obbligo di deposito delle azioni, pur con l'introduzione di un sistema che genera non poche problematiche circa la legittimazione all'intervento di soggetti che non sono più soci e viceversa.
- Per facilitare la partecipazione ai lavori, nella duplice ottica di garantire l'effettività dei diritti dei soci e di favorire l'efficienza dei lavori, è consentito l'esercizio del voto per corrispondenza e tramite mezzi elettronici. Alle medesime finalità è ispirata la nuova disciplina della rappresentanza. Tanto il rappresentante designato (art. 135 undecies T.U.F.), quanto la raccolta delle deleghe da parte dell'assemblea di azionisti (art. 141 T.U.F. sono volti a rendere meno complesso l'esercizio del diritto di voto, mentre nella sollecitazione di deleghe (art. 136 e seguenti T.U.F.) è indubbio prevalga la finalità di raccogliere consenso attorno ad una certa proposta.

Capitolo 2 - I modelli di amministrazione e controllo nelle società per azioni quotate. (Maria Gabriella Cucca)

- La riforma del diritto societario ha previsto la possibilità per tutte le società per azioni, comprese le quotate, di adottare una tra tre possibili forme di governo: tradizionale, dualistico e monistico. La disciplina di *default* è quella del sistema tradizionale e prevede la presenza di un organo amministrativo, di un organo di controllo nonché dell'assemblea degli azionisti.
- L'organo amministrativo è responsabile della gestione dell'impresa e i suoi membri sono nominati dall'assemblea. Le società quotate prevedono un meccanismo di elezione in base a liste di candidati. Almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione, ovvero due se composto da più di sette componenti devono essere indipendenti. Inoltre, almeno uno dei membri è espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero dei voti e neanche indirettamente collegata alla lista più votata. Il consiglio di amministrazione può, nel caso in cui lo statuto o l'assemblea lo consentono, articolare la propria struttura delegando proprie attribuzioni ad un comitato esecutivo ovvero ad uno o più dei suoi componenti. "Gli amministratori sono tenuti ad agire in modo informato" (art. 2382 c.c.) e, a tal fine, ciascuno dei componenti può chiedere agli organi delegati che, in sede consiliare, provvedano a fornire informazioni relative alla gestione della società.
- La disciplina concernente il conflitto d'interessi degli amministratori, come modificata dalla Riforma, è contenuta all'art. 2391 c.c., rubricato "Interessi degli amministratori". Si prevede, in generale, in capo all'amministratore, titolare rispetto ad una determinata operazione di un interesse confliggente con quello sociale, un obbligo informativo verso l'organo

amministrativo e di controllo. Obblighi specifici sono previsti per l'amministratore delegato, che deve astenersi dall'operazione e investire il consiglio, e per l'amministratore unico, che deve informarne l'assemblea utile - potendo comunque porre in essere l'operazione. La deliberazione concernente l'operazione deve dare conto delle ragioni e della convenienza della stessa per la società. Le deliberazioni adottate in violazione di tali obblighi ovvero con il voto determinante dell'amministratore interessato, se capaci potenzialmente di arrecare danno alla società, possono essere oggetto d'impugnazione da parte degli amministratori e dal collegio sindacale entro il termine di novanta giorni dalla loro approvazione. Gli amministratori rispondono dei danni derivanti dalla loro azione o omissione nonché dall'eventuale utilizzo di dati, notizie o opportunità d'affari di cui siano venuti a conoscenza nello svolgimento del loro incarico. La novità più rilevante è l'abrogazione della disposizione penale di cui all'art. 2361 c.c. che puniva con multa (ovvero reclusione nel caso in cui ne fosse derivato danno) la decisione adottata in conflitto.

- Il collegio sindacale è l'organo deputato al controllo sull'operato delle componenti societarie affinché sia teso al perseguimento dell'interesse sociale. I sindaci sono nominati per la prima volta nell'atto costitutivo e successivamente dall'assemblea. La vigilanza del collegio si estrinseca in un controllo di legittimità nonostante, in via di fatto, possa richiedere un'indagine sulle circostanze nonché la valutazione delle stesse.
- Il sistema dualistico si caratterizza per la distribuzione dei poteri di amministrazione e controllo tra consiglio di gestione e consiglio di sorveglianza. In base alla disciplina comune del sistema dualistico il consiglio di gestione è responsabile in via esclusiva dell'amministrazione della società. I membri del consiglio di gestione sono nominati dal consiglio di sorveglianza, il quale può revocarli anche senza giusta causa, salvo il risarcimento del danno. L'incarico si estende per un periodo massimo di tre esercizi e vi è possibilità che i consiglieri siano rieletti, salvo che lo statuto non disponga diversamente. Non è possibile avere una sovrapposizione personale tra membri del consiglio di gestione e del consiglio di sorveglianza, a salvaguardia della completa indipendenza tra i due organi.
- Il sistema monistico si caratterizza per la presenza oltre che dell'organo assembleare di un unico organo, il consiglio di amministrazione, che elegge al suo interno il comitato per il controllo sulla gestione con funzioni di controllo. Il consiglio è incaricato della gestione esclusiva della società. Almeno un terzo dei componenti deve possedere i requisiti di indipendenza previsti per i sindaci. I membri del comitato per il controllo sulla gestione sono nominati dal consiglio e almeno uno di essi deve essere iscritto nell'albo dei revisori legali. L'indipendenza che, attraverso tali disposizioni, si mira a salvaguardare è, almeno teoricamente, minata dal legame di dipendenza che si stabilisce tra i due organi attraverso il meccanismo di nomina, nonché in virtù del fatto che dal consiglio dipende la rielezione dei membri del comitato.
- La revisione legale delle società quotate è attribuita ad una società di revisione. L'attività della società deputata alla revisione si sostanzia nella verifica, posta in essere nel corso dell'esercizio, della "regolare tenuta della contabilità sociale e della corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili" e nella redazione, attraverso apposita relazione, di un giudizio sul bilancio d'esercizio nonché sull'eventuale bilancio consolidato (art. 14,

comma 1, d.lgs. 39/2010). L'attività di revisione è riservata ai soggetti iscritti nel Registro dei revisori legali, tenuto presso il Ministero dell'economia e delle finanze. La revoca dell'incarico da parte dell'assemblea è subordinata al ricorrere di una giusta causa.

Capitolo 3 – Assetti proprietari. (Teresa Mattioli)

- La disciplina degli assetti proprietari si muove problematicamente tra le esigenze di trasparenza e quelle di contendibilità. Al fine di contemperare le medesime, gli obblighi, di comunicazione e non solo, circa partecipazioni e incroci azionari non si estendono genericamente, ma riguardano le sole partecipazioni ritenute significative nel poter influenzare la gestione sociale: le partecipazioni rilevanti, le partecipazioni reciproche e, seppur costituisca fenomeno in pare diverso, i patti parasociali.
- Ai sensi dell'art. 119 del TUF, la disciplina si applica alle sole società italiane che abbiano titoli quotati nei mercati regolamentati italiani o di un altro stato della Comunità Europea. Restano dunque escluse le società straniere: ciò significa che il legislatore italiano ha inteso tale normativa non come momento di regolamentazione del mercato, ma come disciplina da ascrivere al diritto societario, e come tale riguardante le sole società nazionali.
- Sono considerate rilevanti, ai fini degli obblighi di comunicazione *ex art. 120 T.U.F.*, le partecipazioni superiori al due per cento del capitale sociale. Le partecipazioni reciproche sono invece oggetto di regolamentazione in due soli casi: se le due società sono legate da rapporti di controllo (art. 2359 bis c.c.), prevedendosi in merito una disciplina del tutto simile a quella dell'acquisto di azioni proprie in ragione del simile rischio di annacquamento del capitale, ovvero nell'ipotesi in cui anche una soltanto delle due società sia una società italiana con azioni quotate nei mercati regolamentati nazionali o di altro paese comunitario (art. 121 T.U.F.). In questa seconda ipotesi ci sono esigenze diverse: l'intento è quello di assicurare la massima contendibilità ed evitare che tramite partecipazioni reciproche si congelino gli assetti proprietari delle società quotate, creando solidi gruppi di controllo e gestione sottratti al mercato. Infine, i patti parasociali, rilevanti ai fini della regolamentazione solo se incidenti su partecipazioni superiori al due per cento del capitale, sono oggetto di apposite norme che ne impongono adeguate forme di pubblicità e limiti di durata (art. 122 e 123 T.U.F.).

Capitolo 4 - Le azioni e gli altri strumenti finanziari partecipativi nel diritto italiano. (Sara Meloni)

- Le azioni, quote di partecipazione al capitale sociale, presentano alcune caratteristiche essenziali: sono indivisibili, rappresentano tutte la stessa frazione di capitale sociale (art. 2346, II co.) e attribuiscono ai loro titolari una serie di diritti, sia di carattere patrimoniale sia di carattere amministrativo. le azioni “conferiscono ai loro possessori uguali diritti”. Tale principio non opera, però, in via assoluta, in quanto lo statuto – come si dirà meglio in seguito – è libero di prevedere diverse categorie di azioni (cd categorie speciali di azioni, che si

contrappongono alle cd azioni ordinarie), alle quali è possibile attribuire diritti diversi tanto sul versante patrimoniale quanto su quello amministrativo.

- Le azioni sono titoli di credito causali. In base a quanto previsto dall'art. 2354 c.c. i titoli possono essere nominativi o al portatore “a scelta del socio, se lo statuto o le leggi speciali non stabiliscono diversamente”. Tuttavia la nominatività è oggi obbligatoria ad eccezione che per le azioni di risparmio emesse da società quotate in mercati regolamentati (art. 145, III co. TUF) e quelle emesse dalle Sicav. Attualmente la circolazione dei titoli azionari avviene attraverso un sistema dematerializzato. Il sistema è gestito da apposite società di gestione accentrata.
- A seguito dell'ultima riforma organica del diritto societario, l'art. 2348 c.c. consente infatti allo statuto di creare “categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne l'incidenza nelle perdite”. In questo caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle varie categorie di azioni purché tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscano uguali diritti. L'autonomia statutaria, in ossequio al principio di atipicità delle categorie azionarie, può modulare in vario modo i “diritti diversi” cui fa riferimento l'art. 2348 c.c. incontrando in via generale quale unico limite l'eventuale contrarietà della clausola a norme imperative, ordine pubblico e buon costume. La deviazione dal modello “ordinario” di azione può verificarsi tanto sul versante dei diritti patrimoniali quanto su quello dei diritti amministrativi. Nell'opera di determinazione del contenuto delle speciali categorie di azioni l'autonomia statutaria non incontra ormai limiti se non estremi: nella modificazione dei diritti patrimoniali, quello generale del divieto di patto leonino *ex art. 2265 c.c.* e nella modificazione dei diritti di voto il divieto di emettere azioni a voto plurimo e quello costituito dal divieto di superare con tali azioni la metà del capitale sociale.
- Le azioni privilegiate, caratterizzate da una prelazione nella ripartizione degli utili e/o nel rimborso del capitale allo scioglimento della società. La prelazione può assumere forme differenziate; può anche essere concessa indirettamente postergando le azioni di nuova emissione nel godimento degli utili fino ad un certo importo. I diritti diversi possano avere ad oggetto anche l'incidenza delle perdite, così dissipando ogni dubbio sull'ammissibilità delle azioni postergate della cui legittimità prima della riforma si dubitava fortemente.
- Grazie alla creazione di categorie di azioni con diritti patrimoniali speciali nella s.p.a. è espressamente consentita una sopportazione diseguale del rischio tra i soci. La coesistenza di azioni ordinarie e azioni correlate, la cui rispettiva spettanza agli utili dipende dalla fonte che ha generato gli stessi, implica però una moltiplicazione dei conflitti endosocietari tra settori, sia a livello dell'organo amministrativo a seguito delle scelte gestionali, sia a livello dell'assemblea, generando lo “sibling rivalry”.
- Attualmente risulta essere stata generalizzata la possibilità di incidere in maniera molto ampia sul diritto di voto fino ad arrivare alla sua totale soppressione, non sembra richiesta la necessaria sussistenza di un privilegio di carattere patrimoniale a fronte della limitazione o esclusione del diritto di voto. L'esclusione del diritto di voto – sia essa integrale o circoscritta a determinate delibere assembleari – implica la soppressione di due ulteriori diritti di carattere

amministrativo di primaria importanza: il diritto di intervento in assemblea e il diritto di impugnare le delibere annullabili, entrambi espressamente subordinati alla titolarità del diritto di voto. Le s.p.a. chiuse sono dotate di ulteriori spazi di autonomia potendo i loro statuti prevedere, ai sensi dell'art. 2351 3° comma, "che, in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato ad una misura massima o disporre scaglionamenti".

- Oltre alle speciali categorie di azioni il cui contenuto (atipico) è rimesso alla libera determinazione dell'autonomia statutaria esistono delle categorie speciali di azioni tipizzate dal legislatore e disciplinate nel codice civile tra cui rientrano le azioni di godimento, le azioni in favore dei prestatori di lavoro e le azioni con prestazioni accessorie. Le azioni di godimento sono attribuite ai possessori delle azioni rimborsate e non danno diritto di voto nell'assemblea. Esse concorrono nella ripartizione degli utili che residuano dopo il pagamento alle azioni non rimborsate di un dividendo pari all'interesse legale e, nel caso di liquidazione, nella ripartizione del patrimonio sociale residuo dopo il rimborso delle altre azioni al loro valore nominale. Quanto invece alle azioni con prestazioni accessorie, ai sensi dell'art. 2345 c.c., oltre l'obbligo dei conferimenti, l'atto costitutivo può stabilire l'obbligo dei soci di eseguire prestazioni accessorie non consistenti in denaro, determinandone il contenuto, la durata, le modalità e il compenso, e stabilendo articolari sanzioni per il caso di inadempimento.
- Le azioni di risparmio sono azioni prive del diritto di voto la cui emissione è limitata alle sole società quotate. La soppressione del diritto di voto è tuttavia indefettibilmente legata all'attribuzione di un privilegio patrimoniale la cui entità dovrà essere individuata dallo statuto. Gli azionisti di risparmio sono dotati di un'assemblea speciale di categoria e di un rappresentante comune, disciplinati dal TUF. Alla luce della modifiche introdotte in materia di limitazione ed esclusione del voto nel 2003, la dottrina si interroga sulle ragioni che possono aver indotto il legislatore a mantenere in vita le azioni di risparmio, pur essendo ormai possibile anche per le società quotate, emettere categorie speciali di azioni ai sensi dell'art. 2351 2° comma c.c.. Sin tal senso potrebbe rilevare l'implicita volontà del legislatore di preservare, quantomeno per le società quotate, del necessario bilanciamento tra compressione dei diritti amministrativi e riconoscimento di privilegi di natura patrimoniale.
- A seguito dell'entrata in vigore del d.lgs. 6/2003 la tradizionale dicotomia tra azioni e obbligazioni è definitivamente venuta meno lasciando spazio ad un sistema di canali di finanziamento dell'impresa societaria più ampio e articolato, con l'introduzione degli strumenti partecipativi. Ad oggi, gli strumenti finanziari rappresentano uno degli istituti più dibattuti in dottrina, a partire dall'inquadramento tipologico della fattispecie. Non sembra possibile ricondurre questo tipo di strumenti ad una unicità causale. Proprio per questo, parte della dottrina ha ipotizzato si tratti di strumenti caratterizzati da diverse possibili cause, idonee a perseguire articolate funzioni economiche. La normativa di riferimento è peraltro scarna e lacunosa ed è spesso fonte di incertezze interpretative anche in termini di disciplina.
- Stando al dato normativo, la sede in cui i titolari degli strumenti finanziari possono esercitare il loro diritto di voto non è facilmente individuabile. Innegabile risulta la natura poliedrica dell'art. 2346, comma 6°, c.c., norma idonea a inglobare al suo interno strumenti finanziari

diversificati, fino ad arrivare a ricomprendere talune tipologie di operazioni che non hanno alcuna affinità con gli strumenti finanziari tradizionalmente intesi, potendo persino difettare il carattere della circolabilità. Tale norma prevede infatti che debba essere lo statuto a disciplinare la legge di circolazione degli strumenti finanziari se ammessa, lasciando quasi intendere che la circolabilità sia elemento meramente accidentale della fattispecie. Le s.p.a., al di fuori dell'ambito dei valori mobiliari, già prima della riforma ben potevano concludere – fermo il giudizio di meritevolezza di cui all'art. 1322, comma 2°, c.c. – tutti i contratti innominati ritenuti di volta in volta più opportuni. L'emissione di strumenti finanziari consente, però, a differenza delle forme contrattuali tradizionali, di concludere contratti che, in cambio di un apporto, possono prevedere l'attribuzione di diritti di *voice* di rilevanza statutaria, in grado non solo di incidere su specifiche decisioni predeterminate, ma di favorire un inserimento stabile dei loro titolari nell'organizzazione della compagine sociale attraverso la nomina di componenti dell'organo amministrativo e (o) di controllo.

- Gli strumenti finanziari introdotti nel 2003 sembrano essere rimasti a livello di mera intuizione legislativa non adeguatamente regolata. Gli strumenti finanziari non hanno infatti incontrato il favore degli operatori economici, verosimilmente proprio a causa dell'assenza di una disciplina di default e dei conseguenti costi di transazione evidentemente ritenuti eccessivamente elevati dal mercato.

Capitolo 5 – Le obbligazioni. Disciplina e problematiche. (Tiziana Ventrella)

- Le obbligazioni sono titoli di credito utilizzabili dalla società per la raccolta di capitale di prestito tra il pubblico. Lo strumento si caratterizza per la presenza di un'organizzazione, regolata dalla legge e dotata di propri organi (assemblea degli obbligazionisti e rappresentante comune) attraverso la quale il titolare dell'obbligazione può tutelare i propri interessi nei confronti della società finanziata.
- La riforma del 2003 ha ricondotto il ricorso al prestito obbligazionario alle operazioni “ordinarie” della società, con l'intento di agevolare il ricorso da parte della società a questa forma di finanziamento. Attualmente, la competenza ad emettere obbligazioni spetta infatti all'organo amministrativo, non più all'assemblea in sede straordinaria.
- Il codice civile individua le peculiarità dell'obbligazione attraverso i diritti che essa attribuisce al titolare. L'obbligazionista avrà sempre diritto a vedersi rimborsare il prestito concesso alla società, tuttavia tale diritto può anche non essere prefissato al momento dell'emissione. Le parti potranno, senza perciò fuoriuscire dal “tipo” obbligazione, concordare particolari modalità di restituzione del finanziamento (ad. es. subordinazione al previo rimborso di altri creditori della società) , purché il diritto al rimborso non venga eliminato *in toto*.
- La maggiore difficoltà per l'interprete consiste nel distinguere concretamente le obbligazioni dagli “altri strumenti finanziari partecipativi” contemplati dal codice civile, strumenti il cui rimborso non è assicurato e il cui titolare è privo, in via generale, di diritti “partecipativi” di natura amministrativa. Posto che il c.c. consente di subordinare il diritto al rimborso

dell'obbligazionista a quello di altri creditori della società, c'è da chiedersi fino a che punto l'emittente possa "condizionare" tale diritto (ad es. unendo nello stesso titolo clausole di partecipazione agli utili, per gli interessi, e clausole di subordinazione, per il capitale) senza che il titolo cessi di essere obbligazione e divenga "strumento finanziario partecipativo".

- Il D.l. 83 del 2012 ha chiarito che rientrano nel *genus* delle obbligazioni anche quei titoli che presentino, al contempo, profili di rischio e di debito, purché il titolo preveda le seguenti garanzie minime: 1. durata non inferiore a trentasei mesi; 2. diritto di rimborso con prelazione rispetto agli azionisti; 3. remunerazione composta da una parte necessariamente fissa (non inferiore al tasso ufficiale di riferimento pro tempore vigente) , oltre che da una parte variabile.
- Il c.c. stabilisce un limite generale all'emissione di obbligazioni, pari al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Lo stesso codice ammette peraltro numerose eccezioni al limite, dalle quali emerge come la *ratio* della norma non sia quella di garantire la solvibilità della società verso i terzi, ma semmai quella di "incoraggiare" un ricorso al capitale di prestito il più possibile equilibrato rispetto a quello di rischio.
- Un'importante funzione di raccordo, tra la società e i suoi finanziatori, è svolta dall'assemblea generale degli obbligazionisti. Attraverso l'organizzazione si attuerebbe il bilanciamento di due interessi, se non proprio contrapposti, quantomeno potenzialmente confliggenti: da un lato la società, intenzionata a variare l'assetto del rapporto col finanziatore, non sarà costretta a cercare il consenso di ogni singolo titolare del prestito; dall'altro, gli obbligazionisti saranno al riparo dall'eventuale impulso della società a prevedere condizioni di prestito troppo sbilanciate in proprio favore (nel timore di non riuscire poi a rinegoziarle in caso di sopravvenienze a lei sfavorevoli).
- Una particolare valenza nella struttura della società è assunta dalle "obbligazioni convertibili": titoli forniti *ab origine* di un diritto potestativo d'opzione, che il titolare può esercitare al fine di convertire in azioni le obbligazioni in suo possesso. In seguito all'esercizio del diritto di conversione, l'originario apporto a titolo di finanziamento si trasforma in conferimento imputato a capitale, divenendo, così, un mezzo proprio della società. Dato che l'emissione di obbligazioni convertibili può incidere profondamente sulla struttura della società, la relativa decisione è rimasta di competenza dell'assemblea straordinaria dei soci.
- Tra gli strumenti, alternativi all'obbligazione, che la società può utilizzare per reperire risorse sul mercato del credito, c'è la cambiale finanziaria: titolo di credito all'ordine, in cui il diritto è incorporato nel documento assicurando così la mobilità sul mercato. Il titolare di cambiale finanziaria, privo di un'organizzazione parificabile a quella di cui gode l'obbligazionista, può sempre contare su una tutela rapida ed efficace, poiché la cambiale è a tutti gli effetti un titolo esecutivo. Ciò nonostante la cambiale finanziaria non ha avuto, sinora, grande successo, considerato che, anche a fronte di una buona solidità finanziaria, sull'impresa emittente gravava sempre l'onere di fornire una garanzia bancaria. Il D.l. 83 del 2012 ha cercato di rinnovare lo strumento, con l'obiettivo di consentire alle imprese di

finanziarsi direttamente sul mercato e a costi più contenuti rispetto a quelli legati al credito bancario. Tuttavia non si può negare che, obbligando le imprese emittenti a ricorrere ad uno sponsor che le “assista” nell’utilizzo dello strumento, la nuova disciplina ha mantenuto troppo alti i costi di emissione delle cambiali finanziarie, rendendole, tuttora, poco appetibili per le imprese italiane.

Parte Seconda: I mercati dei capitali

Capitolo 1 - Principi, obiettivi e storia della regolazione del mercato dei capitali in Italia. (Filippo Zatti)

- La “delimitazione” giuridica del mercato dei capitali, in Italia, si è modificata, storicamente, in funzione del ruolo di natura economica che l’ordinamento ha affidato al mercato di Borsa.
- Fino agli anni ottanta del secolo scorso, il diritto italiano del mercato dei capitali, compreso da un sistema finanziario di tipo “bancocentrico”, coincide sostanzialmente con il ‘diritto di Borsa’, per poi trasformarsi, nel decennio successivo, sull’onda dei mutamenti indotti dal processo di integrazione economica e finanziaria avviatosi a livello comunitario, in un diritto del mercato mobiliare, prima, e in un diritto del mercato dei capitali, poi. Tuttavia, tale processo, nel provocare la modernizzazione del sistema finanziario nazionale, fa emergere anche l’intrinseca conflittualità esistente tra l’obiettivo della stabilità degli intermediari e dei mercati con quello della loro competitività. Tale conflittualità si ripercuote sulla capacità dell’ordinamento giuridico nazionale di garantire, *lato sensu*, il principio costituzionale della tutela del risparmio se non come forma di protezione dell’investitore. Il perseguimento di tale protezione viene affidato dall’ordinamento alla Banca d’Italia e alla Consob che, come autorità di regolazione operanti, da ultimo, secondo un modello istituzionale di vigilanza ‘per finalità’, sono chiamate a garantire i principi/obiettivi definiti da una serie di fonti comunitarie derivate e, in particolare, dalla Direttiva c.d. Mifid.
- Gli scandali finanziari nazionali di Parmalat e di Cirio, nell’evidenziare la necessità di garantire un’efficace collaborazione e cooperazione tra le autorità di regolazione, hanno costituito un segnale emblematico dello stretto legame esistente tra standard qualitativi della disciplina giuridica di settore ed un’adeguata ripartizione di poteri e compiti di vigilanza tra le autorità di settore. Legame che, nell’ordinamento giuridico nazionale, si è mostrato particolarmente denso di significato poiché all’ampia e sistematica riorganizzazione delle norme poste a disciplina del mercato dei capitali, concretizzatasi nel Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria (D.Lgs. n. 58/98), corrisponde solo una lenta e graduale riforma dell’assetto istituzionale delle autorità di vigilanza, in particolare, per quanto riguarda i poteri e i compiti affidati alla Consob. Ne deriva che la riforma della regolamentazione del mercato dei capitali avviatasi in Italia sin dalla fine degli anni novanta del secolo è stata costruita su un modello di rapporto tra diritto ed economia sostanzialmente immutato e apparso inadatto a “decrystallizzare” il mercato dei capitali nazionale.

Capitolo 2 - The secondary markets of securities. (Scipione Maggi)

- From the 10's to the 90's, Italian legal framework provided for a system, where all negotiations needed to take place in the same stock exchange, subject to the supervision of public authorities. Starting from Directive 93/22/CE on investment services in the securities field, which extended the principles of mutual recognition to regulated markets, granting competitive opportunities for those markets in the area of the European Community, stock exchanges of continental Countries were subjected to a privatization process: also in Italy it was provided, on 1996, that organization and management of stock exchanges was reserved to private joint-stock companies subject to the supervision of the public Authority ("Consob") and, on 1998, the organised trading facilities ("OTFs"), which covered all trading facilities different from regulated markets, based on a common organization for negotiation, independently from the presence of a plurality of entities admitted to trade, and bound only to give recurring information to Consob. Directive 2004/39/CE on markets in financial instruments and Regulation (EC) 1287/2006 ("MiFID") extended the principles of mutual recognition to trading facilities different from regulated markets, and consequently transactions can take place on regulated markets, multilateral trading facilities ("MTFs"), systematic internalisers (or outside those trading venues), as long as (i) all trading venues contribute to the functioning of price discovery mechanism and (ii) intermediaries adopt best execution policies, independently from the trading venue where orders of their customers are executed.
- Pursuant to MiFID and Italian Legislative Decree no. 58 of 1998 (Consolidated Law on financial intermediation, "Law 58/98"), which implemented MiFID, regulated markets means a multilateral system operated and/or managed by a market operator, which brings together or facilitates the bringing together of multiple third-party buying and selling interests in financial instruments - in the system and in accordance with its non-discretionary rules - in a way that results in a contract, in respect of the financial instruments admitted to trading under its rules and/or systems, and which is authorised and functions regularly. Consob regulation provides, inter alia, requirements for (i) the management and the shareholders of the regulated market, (ii) organisation, (iii) admission, suspension and removal of financial instruments to and from trading. Rules of the regulated market have to implement the criteria above. Law 58/98 provides also special rules for (i) wholesale markets of State securities, for securities different from State securities and shares and (ii) energy and gas derivative markets. Multilateral trading facility means a multilateral system, operated by an investment firm or a market operator, which brings together multiple third-party buying and selling interests in financial instruments - in the system and in accordance with non-discretionary rules - in a way that results in a contract. Pursuant to Law 58/98, Consob regulation provides for minimum requirements for trading process and finalisation of transactions in an MTF. Systematic internaliser means the person who, in an organised, frequent and systematic manner, trades on his own account executing customer orders outside a regulated market or multilateral trading systems. Consob requests that systematic internalisers exclude or suspend from trading financial instruments admitted to trading on

regulated markets for which they prove to be the systematic internalisers. Consob regulates also the criteria for identification of the systematic internalisers and their obligations with regard to the publication of listings, execution of orders and access to listings.

- In order to guarantee the effective integration of markets and stronger effectiveness of the price formation process, Law 58/98 provides that Consob regulates (a) pre-trading transparency for transactions on shares admitted to trading on regulated markets and executed on said markets within multilateral trading systems and systematic internalisers; (b) post-trading transparency for transactions on shares admitted to trading on regulated markets and executed on said markets within multilateral trading systems and by authorised persons. Consob extended the pre- and post-trading transparency legal framework to transactions on financial instruments different from shares admitted to trading on regulated markets, by setting forth certain general purposes to be fallen.
- Law 58/98 provides that the Bank of Italy, in agreement with Consob, regulate (i) the establishment and operation of systems designed to ensure the success of transactions in financial instruments other than derivatives carried out on regulated markets, including the issue of rules on the establishment of guarantee funds financed with contributions from their investors; (ii) the operation of the clearing and settlement service and the gross settlement service for transactions involving financial instruments other than derivatives, including the establishment of time limits and preliminary and supplementary duties. Such regulations may provide for the clearing and settlement service and the gross settlement service, excluding final settlement of the cash portion of transactions, to be managed by a company authorised by the Bank of Italy in agreement with Consob, and (iii) the operation of clearing and settlement systems for transactions involving financial instruments and may require that investors make margin payments or other collateral arrangements as a guarantee of performance of the obligations deriving from investment in such systems. Furthermore, Law 58/98 regulates the access to guarantee, clearing and settlement systems for transactions on financial instruments and the agreements between guarantee, clearing and settlement systems for regulated markets.

Capitolo 3 - The Italian Capital Markets' Watchdogs. (Stefano Torregiani)

- Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) is a public authority responsible for regulating the Italian securities markets. It was established in 1974 through the legge. 7 giugno 1974, n. 216. Over time the Italian legislator enacted many reforms which essentially had two aims. In fact, from one side Consob's tasks and responsibilities were expanded significantly and, to the other, its commissioners (the members of the board of Consob) were granted with an higher level of independence.
- The Commission is made up of four members and a chairman, which are appointed with a decree of the President of the Italian Republic, on proposal of the Government. Their terms lasts seven years and are not renewable. In order to appoint non-partisan commissioners, the Government has to choose people of proven expertise and independence from the political

and economical power. Within Consob there are several divisions and departments. Headquartered in Rome, it has also an office in Milan.

- Consob has many functions, that can be classified into legislative, of surveillance and administrative. Firstly, the law empowers Consob of the issuance of technical rules in the securities regulation (regolamenti). An example of this function has been the enactment of the “Issuers’ regulation” (delibera n° 11971 del 1999). Secondly, in order to protect investors and market transparency, the Italian watchdog monitors the compliance of market players to the securities regulation (for instance, the publication of prospectuses, mandatory disclosure of price sensitive information, etc.). Lastly, Consob has the power to sanction wrongdoers with administrative fines and to report market abuse hypothesis to the judiciary authority.
- Even if the primary watchdog of the Italian financial markets is Consob, the law appoints some functions also to other public authorities, such as Bank of Italy, the Ministry of Economic and Finance and Borsa Italiana (the Italian stock exchange). To achieve its mandate Consob has to collaborate not only with the aforementioned authorities, but also with foreign ones. At an European ground is important to mention ESMA (*European and Securities Market Authority*), which works in the field of securities legislation and regulation to improve the functioning of financial markets in Europe, strengthening investor protection and cooperation between national competent authorities.

Capitolo 4 - Gli abusi di mercato. (Giacchino Amato)

- Il legislatore comunitario, nella consapevolezza che l’integrità del mercato dei capitali richiede l’instaurazione di un clima di fiducia necessario ad indurre la generalità degli investitori a riporre affidamento nel buon funzionamento e nell’efficienza dei mercati finanziari, e preso atto che l’aspetto informativo svolge un ruolo cruciale nella dinamica quotidiana del mercato mobiliare, ha emanato la Direttiva 2003/6 in materia di abusi di mercato. Detta normativa ha disciplinato compiutamente non solo gli illeciti aventi natura strettamente informativa, come l’abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione informativa, ma anche una condotta illecita come la manipolazione operativa la quale, pur non attenente *stricto sensu* alla tematica informativa, è idonea a veicolare un messaggio segnaletico errato al mercato in merito al valore di determinati strumenti finanziari.
- Il legislatore italiano ha recepito la direttiva in materia di abusi di mercato con la legge 62/2005. Tuttavia, ad oggi gli operatori del mercato dei capitali continuano ad interrogarsi in merito all’opportunità di duplicare il medesimo illecito attraverso il meccanismo del doppio binario, il quale comporta come corollario che la medesima condotta integra al tempo stesso un illecito amministrativo ed un illecito penale. In realtà questo irrigidimento sanzionatorio da parte del legislatore comunitario e di conseguenza nazionale, discende da un lato dalla constatata necessità repressiva di fenomeni che minano la credibilità dell’intero sistema, dall’altro dall’intrinseca debolezza, per non dire inesistenza, negli ordinamenti giuridici europei, a prescindere dalla radice di *civil law* o *common law* degli stessi, dell’*enforcement*

privato. Quest'ultimo, in particolare, svolge un importante effetto di deterrenza in ordinamenti come quello nordamericano o quello australiano, tale da consentire un'attenuazione dell'*enforcement* di natura pubblicistica, penale ed amministrativo.

- Delineate quindi per sommi capi le tre fattispecie di abuso di mercato e quindi l'abuso di informazioni privilegiate, nonché la manipolazione informativa ed operativa, emerge la necessità di rafforzare nell'ordinamento italiano lo strumento dell'*enforcement* civilistico, eventualmente anche migliorando lo strumento della *class action*, in maniera tale da arricchire il novero delle forme di tutela collettiva. All'*enforcement* civilistico andrebbero poi affiancate sanzioni di natura reputazionale, attraverso peraltro la previsione di forme di pubblicità dell'irrogazione della sanzione idonee ad arrecare un sostanziale discredito a carico di chi commette un abuso di mercato. Tuttavia l'efficacia delle sanzioni reputazionali dipende dal rilievo che una determinata comunità di soggetti attribuisce alla dimensione etica. Tanto maggiore sarà la seconda tanto più le sanzioni in grado di incidere sul buon nome di un soggetto riusciranno a dissuadere questi dal realizzare abusi. Purtroppo i mercati finanziari italiani ed i soggetti che ivi operano non sono riusciti ancora a dimostrare di essere sensibili all'aspetto etico nella stessa misura in cui lo fanno i mercati anglosassoni.
- Se si riuscisse a coniugare il rafforzamento della tutela civilistica e l'inasprimento di sanzioni reputazionali, si potrebbe pensare di ammorbidire il rigore rappresentato dal regime del doppio binario.

Gli autori

I membri del gruppo di ricerca italiano sono:

Eugenio Ruggiero (coordinatore). Docente del corso di *Private Comparative Law* presso la Luiss Guido Carli. Autore di diverse pubblicazioni, anche in lingua inglese, in materia di diritto societario e dei mercati finanziari.

Gioacchino Amato. Funzionario della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Divisione Mercati, Ufficio IPO; Docente al Master Luiss in *Company Law*; Ph.D. La Sapienza in Diritto Pubblico dell'Economia; LL.M. UC Berkeley.

Maria Gabriella Cucca. Laureata in Giurisprudenza presso la Luiss Guido Carli. Ricercatrice del Ceradi – Luiss Guido Carli e della Fondazione Bruno Visentini.

Scipione Maggi. Ha collaborato con vari studi legali, tra i quali Chiomenti e, attualmente, Labruna Mazziotti Segni. Ha tenuto corsi di formazione ed aggiornamento per l'ABI (Associazione Bancaria Italiana) in tema di modelli organizzativi *ex d.lgs. 231/2001*. Ha, altresì, svolto un periodo di *secondment* presso la Funzione Compliance Italy di UniCredit S.p.A. – Italy Banking Services.

Teresa Mattioli. Laureata in Giurisprudenza presso la Luiss Guido Carli. Ricercatrice del Ceradi – Luiss Guido Carli e della Fondazione Bruno Visentini.

Sara Meloni. Laureata in Giurisprudenza presso la Luiss Guido Carli. Ricercatrice del Ceradi – Luiss Guido Carli e della Fondazione Bruno Visentini.

Federico Raffaele. Laureato in Giurisprudenza con lode presso la Luiss Guido Carli di Roma e in Economia con lode presso l'Università degli Studi “G. d’Annunzio” di Pescara. Master of Laws (LL.M.) presso la Harvard Law School. R.A. (*Research Assistant*) del Prof. Mark Roe e Editor della Harvard Business Law Review. Dottore di Ricerca in Diritto ed Economia presso la Luiss Guido Carli di Roma. Avvocato in Roma.

Stefano Torregiani. Dottorando in diritto commerciale presso l'Università degli Studi di Genova.

Tiziana Ventrella. Laureata in Giurisprudenza presso la Luiss Guido Carli. Ricercatrice del Ceradi – Luiss Guido Carli e della Fondazione Bruno Visentini.

Filippo Zatti. Docente di diritto dei mercati finanziari Università degli studi di Firenze.

Maria Zinno. Laureata in Giurisprudenza e dottoranda di ricerca in “Diritto degli affari e tributario di impresa” presso la Luiss Guido Carli. Ricercatrice e responsabile del coordinamento scientifico presso la Fondazione Bruno Visentini.