

LS LEXJUS SINACTA
BOLOGNA

Via della Zecca 1
40121 Bologna
Tel. +39 051236991
Fax +39 051222486
f.veffa@lslex.com
P.I./C.F. 02698331200

PARTNERS

DOTT. GIONATA BARTOLINI
RAG. ALFREDO BOSCHI
DOTT. LUCA RUSSO BRUGNERI
AVV. FRANCESCA CAPODIFERRO
DOTT. FRANCESCA CASTAGNOLI
AVV. CLAUDIO CAVALERA
AVV. VERA DANIELE
DOTT. ALESSANDRO DI PIETRO
DOTT. FRANCO FINOCCHI
AVV. SILVIA FRATESI
DOTT. LUCIANO LEOMBRUNI
DOTT. FAUSTO MARONCELLI
DOTT. MASSIMO MASOTTI
DOTT. LUCA MONTEVECCHI
DOTT. SIMONA MORDINI
AVV. PIETRO NISI
AVV. CLAUDIO PERRELLA
RAG. ROBERTO RIZZOLI
AVV. ANNA RITA RONCUZZI
AVV. GIANLUIGI SERAFINI
AVV. ALESSIO TOTARO
DOTT. VINCENZO URBINI
PROF. AVV. MARCO DUGATO
Ordinario Diritto Amministrativo
Università di Bologna
PROF. AVV. ANNA MASUTTI
Straordinario Diritto della Navigazione
Università di Bologna
PROF. AVV. FRANCESCO VELLA
Ordinario Diritto Commerciale
Università di Bologna
AVV. MICHELE MASSIRONI
Professore a contratto
Diritto Commerciale Internazionale
Università di Bologna

ASSOCIATES

DOTT. VIRNA ANDERLINI
DOTT. ELISABETTA BARATTA
AVV. MARIA GAIA CAVALLARI
DOTT. CARLO CICOGNANI
AVV. SARA COLLINA
AVV. ELISA FABBRI
AVV. GIULIA FADDA
AVV. ANDREA FEDERICI
DOTT. ARTEMIO GNERRE
AVV. FRANCESCA MATTIOLI
DOTT. CLAUDIA MONZONI
DOTT. RITA SATANASSI
AVV. GUIA SANTOLI
AVV. MARIO VIALI
AVV. MARTINA ZAGNI
AVV. ORSOLA ZANE

OF COUNSEL

PROF. AVV. PIETRO MANZINI
Ordinario di Diritto Internazionale

PROF. AVV. FRANCESCO VELLA

Bologna, 22 gennaio 2018

Spett.le
CONSOB
Divisione Strategie
Regolamentari
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

*A mezzo di comunicazione on-line
per il tramite del SIPE*

Oggetto: Osservazioni in merito alla Consultazione aperta con il Documento del 24 novembre 2017 recante «Proposte di modifica al regolamento emittenti - Disposizioni attuative della definizione di emittenti azioni quotate "PMI" e modifiche della disciplina applicabile agli emittenti strumenti finanziari diffusi presso il pubblico in misura rilevante».

Su sollecitazione di un partecipante al mercato si intendono formulare alcune osservazioni nell'ambito della consultazione aperta dalla Divisione Strategie Regolamentari della Commissione sul documento in oggetto, con particolare riferimento alla disciplina applicabile agli emittenti strumenti finanziari diffusi presso il pubblico in misura rilevante.

Nel documento, l'Autorità propone di modificare, fra l'altro, l'art. 2-bis, comma 2, del citato Regolamento, che nella versione vigente contempla distinti, ma complementari criteri per identificare la nozione di emittente strumenti finanziari diffusi presso il pubblico in misura rilevante.

AVVOCATI E COMMERCIALISTI ASSOCIATI

bari bologna brescia firenze lecco milano padova roma torino

www.lslex.com

La norma fa, in primo luogo, riferimento a due parametri numerici, ovvero la presenza di azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento e che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%; a queste soglie si aggiunge un parametro ulteriore, di natura dimensionale, in quanto la società non deve avere la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'art. 2435-*bis*, comma 1, c.c.

Tali parametri devono essere però integrati da particolari condizioni, alternative tra di loro, che hanno ad oggetto le modalità di diffusione delle azioni. Queste, infatti, devono essere state: 1) oggetto di un'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio; 2) oggetto di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato, anche rivolto ai soli investitori qualificati, come definiti ai sensi dell'art. 34-*ter*, comma 1, lettera *b*), dello stesso Regolamento; 3) negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione con il consenso dell'emittente o del socio di controllo, ovvero emesse alla negoziazione sui mercati regolamentati e successivamente oggetto di revoca; 4) emesse da banche e destinate ad essere acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze.

Vengono infine, esclusi dal citato perimetro *«gli emittenti le cui azioni sono soggette a limiti legali alla circolazione riguardanti anche l'esercizio dei diritti aventi contenuto patrimoniale, ovvero il cui oggetto sociale prevede esclusivamente lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale o volte al godimento da parte dei soci di un bene o di un servizio»*.

La proposta di modifica non intende mutare i parametri quantitativi, che rimangono inalterati, ma interviene soltanto su quelli integrativi con la seguente nuova formulazione del secondo comma dell'art. 2-*bis*: *«I limiti di cui al comma precedente si considerano superati soltanto se le azioni alternativamente:*

- *abbiano costituito oggetto di un'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio;*
- *abbiano costituito oggetto di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato e a prescindere dal relativo esito, anche rivolto a soli investitori qualificati come definiti*

ai sensi dell'articolo 34-ter, comma 1, lettera b)...».

La novità risiede, in sostanza, nello stretto collegamento tra i parametri quantitativi e l'attività di collocamento, attività che però è sufficiente di per sé, senza che in alcun modo rilevi il risultato finale della stessa, come si spiega a p. 19 dello stesso documento già citato.

Si ritiene, innanzitutto, che la modifica proposta debba essere interpretata alla luce della collocazione sistematica della norma nell'ordinamento dei mercati finanziari e, quindi, della conseguente coerenza con i principi ispiratori e la *ratio* della normativa primaria.

Sono fin troppo note le ragioni che hanno generato la disciplina degli emittenti diffusi, una disciplina che si è evoluta nel tempo attraverso una costante interlocuzione tra norme speciali (il Testo Unico della Finanza e, in particolare, l'art. 116) e norme generali (il diritto societario), nella prospettiva di un rafforzamento delle tutele degli investitori in presenza di specifiche condizioni che, pur non rendendo possibile l'applicazione dello "statuto" della società quotata, giustificassero comunque i presidi previsti dall'ordinamento.

In sintesi, come rimarcato in dottrina, la ratio della normativa «è facilmente rintracciabile: il pubblico risparmio coinvolto da questi emittenti e la mancanza di qualsiasi disciplina speciale a tutela dello stesso costituirebbe una lesione degli interessi generali la cui protezione giustifica l'intero ordinamento speciale del mercato finanziario e finirebbe, per di più, con il creare una disparità di trattamento fra società quotata e società non quotata ma con strumenti finanziari diffusi, penalizzante per le prime, con conseguente disincentivo a chiedere la quotazione. E, d'altro canto, la privatizzazione dei mercati regolamentari esclude che tale contraddizione possa essere risolta, come avrebbe potuto esserlo in precedenza, attraverso la quotazione d'ufficio di questi emittenti»¹.

La norma del TUF nasce, infatti, una volta venuti meno i poteri dell'Autorità di vigilanza in materia di ammissione alla quotazione²,

¹ Cfr. R. Costi, *Il mercato mobiliare*¹⁰, Torino, 2016, p. 397.

² Cfr. P. Piscitello, *Commento art. 116 TUF*, in *Testo Unico della Finanza*, Commentario diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, II, p. 962.

con l'obiettivo di garantire comunque nei confronti di emittenti non quotati, ma con una fisiologica diffusione di titoli presso gli investitori, adeguati oneri informativi e organizzativi³.

Successivamente, con l'avvento della riforma societaria e la scelta di politica regolamentare di creare una soluzione di continuità tra diversi modelli in modo da incentivare l'approdo alla società quotata, attraverso un processo efficacemente definito di «*acclimatazione*»⁴, oppure di «*addolcimento*» dello scalino normativo⁵, viene introdotto l'art. 2325-*bis* c.c.

Nel disciplinare le società che fanno ricorso al capitale di rischio, la disposizione codicistica prevede per queste un maggior tasso di imperatività rispetto alle società “chiuse”, in ragione dell'opportunità «*di dettare regole di governance idonee a mitigare le conseguenze negative che possono derivare dalla frammentazione dell'azionariato*»⁶.

Un quadro evolutivo quello appena sommariamente delineato, sicuramente funzionale alle finalità alle quali il corpo dell'intervento legislativo vuole rispondere, anche se non sempre ispirato a completa linearità⁷, in quanto caratterizzato da una certa complessità che ha indotto a proporre un ripensamento della disciplina in un'ottica di semplificazione presupponendo, per l'effettiva tutela dell'investitore, regole più chiare ed efficaci⁸.

³ Cfr. P. Sfamini, *Commento art. 116 TUF*, in *La disciplina delle società quotate*, Commentario a cura di P.G. Marchetti, Milano, 1999, p. 678.

⁴ Cfr. P. Montalenti, *Commento art. 2325 bis*, in *Il Nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2009, p. 32.

⁵ Cfr. A. Rossi, *Commento art. 2325 bis*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2015, p. 15.

⁶ «*In particolare, sembra volersi scongiurare la possibilità che detta situazione faciliti in concreto un abuso della regola maggioritaria da parte di colui al quale di fatto sia imputabile una quota contenuta del rischio*»: cfr. P. Abbadessa, E. Ginevra, *Commento art. 2325 bis*, in *Società di capitali*, Commentario a cura di G. Nicolini, A. Stagno D'Alcontres, Napoli, 2004, p. 13.

⁷ Cfr. P. Montalenti, *Le società quotate*, Padova, 2004, p. 500.

⁸ Cfr. F. Lo Manno, *Commento art. 116 TUF*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, II, Torino, 2012, p. 1553.

Alla luce delle finalità che il legislatore (speciale e generale, per quanto ormai i confini tra queste due categorie appaiono sempre più tenui) ha inteso perseguire, nonché della richiamata esigenza di soddisfarle con una regolamentazione più puntuale ed efficace, suscita qualche riflessione critica l'innovazione normativa proposta per la qualifica di emittente di strumenti finanziari diffusi.

Occorre innanzitutto ricordare che, in dottrina, anche la vigente disciplina è stata oggetto di rilievi con riferimento alla scelta di collegare il ricorrere delle condizioni idonee al superamento dei parametri quantitativi ad un principio di volontarietà, in quanto secondo gli orientamenti dell'Autorità è sempre necessaria una precisa scelta della società o del socio di controllo: *«solo la volontarietà può giustificare la sottoposizione dell'emittente a norme civilistiche imperative, essenzialmente volte a tutelare gli investitori di minoranza, oltre che ai controlli della Consob sulla informazione e sulla revisione contabile»*⁹.

Si è, invece, e in una prospettiva esattamente opposta, sottolineato come *«se le finalità dell'introduzione del nuovo scalino normativo sono quelle di una maggiore tutela degli azionisti di minoranza e ancor più di eliminare qualche ostacolo alla quotazione, solo una applicazione su base oggettiva delle norme imperative che lo caratterizzano può evitare elusioni e centrare il duplice obiettivo»*¹⁰.

E non vi è dubbio che criteri legati ad una maggiore oggettività e, quindi, non esposti ad una innegabile variabilità circa le condizioni che fanno sorgere le richiamate tutele degli investitori, modificando anche la struttura di *governance*, si collocano su un piano di maggiore coerenza con quei principi di chiarezza ed efficacia prima richiamati.

Criteri che innegabilmente si candidano ad una più efficace protezione degli interessi coinvolti nell'attività dell'emittente, interessi protetti da norme imperative, che, si è evidenziato, sarebbero

⁹ Cfr. CONSOB, *Documento di consultazione dell'11 dicembre 2013*, p. 2; espressioni peraltro riprese anche nell'attuale documento di consultazione a p. 17, nt. 19.

¹⁰ Cfr. G. Mosco, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, in *Rivista delle società*, 2004, p. 869.

azionabili adesso – e qui risiede l'elemento di contraddittorietà – «*da un atto di volontà del destinatario di quelle stesse norme*»¹¹.

Una considerazione, questa, che non appare estranea agli stessi orientamenti dell'Autorità, la quale, nel documento di consultazione dell'11 dicembre 2013 (che ha preceduto l'emanazione della versione del regolamento vigente), sottolinea come «*Il superamento dei limiti quantitativi dovrà concorrere con l'avvenuta effettuazione di un ricorso al mercato dei capitali. Appare opportuno far uso di criteri il più possibile oggettivi volti ad individuare i casi in cui la società, pur non essendo quotata, si rivolga al mercato per il suo finanziamento*»¹².

Nella vigente disciplina sembra, così, emergere una linea di compromesso tra una simile esigenza e la volontà di mantenere comunque il riferimento al parametro della intenzionalità, ed è una linea che si assesta sull'equilibrio della «*effettiva intenzione*»¹³ di rivolgersi al mercato dei capitali, in grado di integrare, appunto, una reale e concreta «*avvenuta effettuazione*» del ricorso a tale mercato.

In questo contesto le modifiche proposte rappresentano, quindi, un arretramento di questa linea, incrementando la variabilità del criterio “volontaristico”, così esponendo le emittenti a conseguenze che sembrano contrastare con i principi ai quali si ispira la normativa primaria.

Potrebbero, infatti, aversi tentativi di ricorso al mercato il cui insuccesso (anche totale) finisce con il non incidere in alcun modo sul grado di apertura dell'azionariato, svilendo completamente il collegamento tra criteri quantitativi e qualitativi che caratterizza tutto l'impianto della normativa secondaria.

In sostanza, vi potrebbero essere compagini sociali che pur senza aver diffuso in maniera concreta ed effettiva le proprie azioni al pubblico,

¹¹ Cfr. M. Sciuto, *Commento all'art. 2325 bis*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadesse, G.B. Portale, Milano, 2016, I, p. 146.

¹² CONSOB, *Documento di consultazione dell'11 dicembre 2013*, p. 3.

¹³ Cfr. A. Zanardo, *Commento art. 116 Tuf*, in *Commentario TUF*, a cura di F. Vella, Torino, 2012, II, p. 1200.

si ritroverebbero ad essere assoggettate ai più onerosi obblighi, che, per l'ordinamento, dovrebbero rilevare solo, e soltanto, a fronte di una maggiore, se non totale, adesione all'operazione di collocamento¹⁴.

Alla luce di queste considerazioni occorrerebbe, allora, chiedersi in che misura permarrebbe la coerenza tra la normativa secondaria e i connotanti qualificanti la fattispecie disegnata dalla normativa di rango superiore, caratteri comuni alla disciplina speciale e a quella di diritto comune: e cioè l'ampia («*in misura rilevante*») diffusione tra una pluralità di soggetti che, comunque si interpreti la nozione di «*pubblico*», non può essere ricondotta ad un numero di nuovi investitori talmente ristretto da non configurare, nella sostanza, un reale ed effettivo superamento dei parametri quantitativi che lo stesso regolamento richiede¹⁵.

Infine, e di conseguenza, si introducono elementi di oggettiva ambiguità sulla reale diffusione dei titoli, configurando una “elasticità” della fattispecie potenzialmente illimitata, senza identificare con plausibile certezza la soglia oltre la quale nascono e sono soddisfatti i richiamati bisogni di protezione, il cui pieno dispiegarsi presuppone nella misura più ampia possibile una esatta determinazione del teatro dei destinatari.

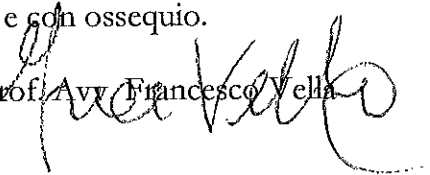
¹⁴ Inoltre occorre considerare che porre l'accento sul mero momento volitivo del *placement*, a prescindere completamente dal risultato dello stesso, potrebbe dar vita a una distorsione del mercato, in particolare rispetto ad altri istituti quali, ad esempio, l'offerta al pubblico di sottoscrizione, nei quali, a fronte del rischio di un insuccesso della sollecitazione, l'emittente può porre quale condizione di efficacia della stessa offerta il raggiungimento di una soglia quantitativa di adesioni, in modo da assicurarsi che in caso di scarso successo, ma di contemporaneo superamento delle soglie quantitative fissate dal comma 1 dell'art. 2-*bis* Reg. Emittenti, lo stesso non si trovi impegnato a soddisfare gli oneri normativi collegati alla sua nuova classificazione quale s.p.a. “aperta”.

¹⁵ E sui quali, invece, la proposta di modifica del Regolamento interviene proprio nella auspicata prospettiva, rendendoli più oggettivi con il richiamo diretto ai limiti di cui all'art. 2435-*bis* c.c. Cfr. il Documento di Consultazione, p. 22.

Elementi di incertezza che proprio nella prospettiva, richiamata dal documento di consultazione, di una prossima e organica riforma della materia¹⁶, sembrerebbe opportuno evitare.

Nel ringraziare per l'attenzione e con ossequio.

Prof. Avv. Francesco Vella



¹⁶Cfr. il Documento di consultazione, p. 17, n. 20.