

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

comunicazione a mezzo sistema SIPE (on-line)

**Oggetto: OSSERVAZIONI ex art. 5, comma 5, Regolamento di cui
alla delibera Consob n. 19654 del 5 luglio 2016**

Le presenti OSSERVAZIONI sono formulate su richiesta di Sa.par. S.r.l.
("SAPAR"), c.f. 0485631006, con sede in Roma, Via dei Crociferi n.
44, in persona del Presidente e legale rappresentante Dott. Francesco
Saverio Salini, che pure sottoscrive digitalmente la presente.

..*.*

PROF. AVV. MARIO BUSSOLETTI
PROF. AVV. DR. JUR. ANTONIO NUZZO
PROF. AVV. MASSIMO NUZZO
AVV. ERMANNO LA MARCA
PROF. AVV. RAFFAELE TORINO
AVV. MATTEO MULARONI

AVV. TIZIANA SERRANI
AVV. PATRIZIA USAI
AVV. ANDREA PANTELLINI
AVV. VINCENZO RIZZA

AVV. ROBERTO ANDREONI
AVV. FRANCESCO FARRIS
AVV. ROBERTO COCCA
AVV. EMANUELE SOCCODATO
AVV. GIUSEPPE ANDOLINA
AVV. FABRIZIO POMI
PROF. AVV. NICOLA DE LUCA*
AVV. FEDERICO MAZZONI
AVV. MANUEL FERRANTE
AVV. MARCO VALLI
AVV. SILVIA BORRINI
AVV. ERICA CATANI
AVV. CATERINA ZANIBONI
AVV. MARIA VALERIA BARBONETTI
AVV. FEDERICO ALESSANDRI
AVV. MARINA SONNI
AVV. VALENTINA LUCCHI
AVV. ANTONIETTA GIANNINI
AVV. IVANO RUSSO
AVV. VALERIA GRIMALDI
AVV. ANNAMARIA COLUCCI
AVV. ELEONORA CHIERICI
DOTT.SSA LUDOVICA BUSSOLETTI
DOTT. GIOVANNI PRESTIPINO
DOTT. MICHELE MURA
DOTT. GIANMARCO CURTO
DOTT.SSA LUDOVICA CORREALE
DOTT.SSA SERENELLA KALUTHANTRIGE
DOTT. JACOPO DANTI
DOTT.SSA ENRICA MASSARI
DOTT.SSA LAURA CORTE
DOTT.SSA FAUSTA D'AMICIS
DOTT.SSA CHIARA PAZZAGLIA

* OF COUNSEL

VIA L. SPALLANZANI, 22/A
00161 - ROMA
TEL. +39 06 47825044
FAX +39 06 47824980
FAX +39 06 4874048

VIA MONTE TITANO, 63
47923 - RIMINI

STUDIO@BNASSOCIATI.IT

WWW.BNASSOCIATI.IT

SOMMARIO

I - Premesse	3
<i>I.1. Alla fine del 2016 in Salini Costruttori veniva posta in essere Operazione di (supposto) collocamento di un numero modestissimo di azioni (lo 0,2% circa).....</i>	<i>3</i>
<i>I.2. Il 14 giugno 2017 SAPAR formulava esposto alla Consob, richiedendo l'accertamento della insussistenza dei requisiti per considerare Salini Costruttori "società aperta".....</i>	<i>4</i>
<i>I.3. Il 4 agosto 2017 SAPAR sollecitava il richiesto intervento della Consob</i>	<i>4</i>
<i>I.4. Il 24 novembre 2017 Consob, anziché esprimersi sull'esposto e sulla istanza di SAPAR, annunciava una modifica del Regolamento Emittenti, per la quale anche un modesto mutamento della compagine sociale (come quello determinato dall'Operazione) diverrebbe rilevante.....</i>	<i>4</i>
II – Osservazioni di metodo	5
<i>II.1. Le riferite generali ragioni dell'intervento normativo presentano consonanze con le particolari finalità dell'Operazione di SAPA in Salini Costruttori</i>	<i>5</i>
<i>II.2. La testuale modifica normativa annunciata presenta consonanze con la struttura dell'Operazione di SAPA in Salini Costruttori</i>	<i>6</i>
<i>II.3. V'è sincronia tra i tempi dell'Operazione, la sua contestazione e l'annunciato intervento normativo... ..</i>	<i>7</i>
III – Osservazioni di merito	8
<i>III.1. Il vigente art. 2-bis è stato introdotto per adeguare la disciplina secondaria alla riforma societaria, che imponeva di qualificare i requisiti quantitativi identificanti la diffusione tra il pubblico in misura rilevante</i>	<i>8</i>
<i>III.2. La nuova ipotizzata disciplina costituisce una immotivata controriforma che determina una rinuncia ai requisiti qualitativi.....</i>	<i>10</i>
<i>III.3. Il quadro normativo vigente non si espone alle "incertezze interpretative" cui si allude nel Documento di Consultazione</i>	<i>11</i>
<i>III.4. La nuova ipotizzata disciplina introduce elementi di casualità e irrazionalità nella qualificazione della società aperta e ne inficia l'autonomia della fattispecie.....</i>	<i>12</i>
<i>III.5. La nuova ipotizzata disciplina contrasta insanabilmente con la normativa primaria</i>	<i>13</i>
<i>III.6. La nuova ipotizzata disciplina attribuisce rilievo persino ai collocamenti che non si propongono di raggiungere le soglie di cui al comma 1 dell'art. 2-bis</i>	<i>14</i>
<i>III.7. Non sussiste l'analogia sostenuta nel Documento di Consultazione tra l'insuccesso di una operazione di collocamento e la cessazione dei sistemi multilaterali di negoziazione.....</i>	<i>14</i>

..*.*

I - PREMESSE

1.1. Alla fine del 2016 in Salini Costruttori veniva posta in essere Operazione di (supposto) collocamento di un numero modestissimo di azioni (lo 0,2% circa)

1. A premessa delle OSSERVAZIONI di cui in appresso ed ai fini della loro compiuta comprensione, devono porsi le seguenti circostanze in fatto.

2. La scrivente SAPAR è titolare di partecipazione rappresentante il 43,09% del capitale sociale di Salini Costruttori S.p.A. (“**Salini Costruttori**”). Ulteriori azioni rappresentanti lo 0,028% fanno capo a persone collegate a SAPAR (ossia Francesco Saverio Salini, Alessandro Salini, Fabio Salini, Simon Pietro Salini, Eredi Claudio Salini, S.g.s. S.r.l., titolari complessivamente di n. 25.012 azioni).

3. Socio di Salini Costruttori è altresì la società Salini Simonpietro e C. S.p.a. (“**SAPA**”), titolare sino al 2016 di partecipazione rappresentante il 47,1298%.

4. Salini Costruttori è altresì titolare di proprie azioni rappresentanti il 9,75% del capitale sociale. Salini Costruttori è, come noto, socio di controllo di Salini Impregilo S.p.A. (“**Salini Impregilo**”).

5. Nel corso del 2016, l’esito di alcune vicende giudiziali (Cass., 14.3.2016, n. 4967; App. Roma, 5.10.2016, n. 5875; Trib. Milano, 10.3.2016) chiariva che, stante la necessità di computare le azioni proprie ai fini del calcolo delle maggioranze ai sensi dell’art. 2357-ter, comma 2, c.c., i soci SAPAR e SAPA avrebbero potuto solo congiuntamente esercitare il controllo su Salini Costruttori.

6. Senonché, sul finire del 2016, il socio SAPA poneva in essere operazione (“**Operazione**”) consistente in una:

- a) donazione di azioni rappresentanti lo 0,2110% del capitale sociale di Salini Costruttori
- b) a n. 1.055 donatari, scelti fra i dipendenti di Salini Impregilo e della società CO.GE.MA. S.p.A. (dalla prima controllata); nonché nella
- c) sottoposizione delle azioni donate a vincolo di indisponibilità ed a opzione di acquisto a favore di SAPA, esercitabile con il venir meno del rapporto di lavoro subordinato e comunque al termine del periodo di indisponibilità.

7. A partire dal mese di giugno 2017, Salini Costruttori poneva in essere attività (quali la dematerializzazione dei titoli azionari ed il conseguente mutamento della disciplina di ammissione alle assemblee) con le quali riferiva

di uniformarsi agli obblighi conseguenti al preteso mutamento del suo *status* giuridico – da società c.d. “chiusa” a società “aperta” ai sensi e per gli effetti di cui all’art. 2325-*bis* c.c. – asseritamente acquisito per effetto dell’Operazione (definita di “collocamento”).

1.2. Il 14 giugno 2017 SAPAR formulava esposto alla Consob, richiedendo l'accertamento della insussistenza dei requisiti per considerare Salini Costruttori “società aperta”

8. Con propria del 14 giugno 2017, trasmessa ai sensi dell’art. 108 Regolamento Emittenti Consob, SAPAR esponeva allora a codesta Autorità le circostanze di cui sopra, precisando altresì di aver convenuto Salini Costruttori dinanzi al Tribunale di Milano, per sentire accertare che l’Operazione non aveva mutato lo *status* giuridico della società. Con la stessa missiva, inoltre, SAPAR richiedeva a codesta Autorità di accertare l’insussistenza di legittime condizioni per procedere alla iscrizione di Salini Costruttori S.p.A. nell’elenco degli emittenti strumenti finanziari di cui all’art. 108, comma 5, Regolamento Emittenti, negando l’iscrizione stessa ove fosse frattanto stata richiesta.

1.3. Il 4 agosto 2017 SAPAR sollecitava il richiesto intervento della Consob

9. Non avendo ricevuto riscontro alcuno da codesta Autorità, SAPAR sollecitava il richiesto provvedimento con propria del 4 agosto 2017, segnalando, per un verso, l’urgenza dell’intervento dell’Autorità e, per altro verso, l’evidente insussistenza dei requisiti per l’acquisizione dello *status* di società emittente strumenti finanziari diffusi in misura rilevante fra il pubblico, posto che, a seguito della Operazione (ed anche qualificando la stessa come “collocamento”), la struttura azionaria storica di Salini Costruttori era mutata limitatamente allo 0,2110%.

1.4. Il 24 novembre 2017 Consob, anziché esprimersi sull’esposto e sulla istanza di SAPAR, annunciava una modifica del Regolamento Emittenti, per la quale anche un modesto mutamento della compagine sociale (come quello determinato dall’Operazione) diverrebbe rilevante

10. In data 24 novembre 2017 Consob ha pubblicato sul suo sito Internet un documento di consultazione (“**Documento di Consultazione**”) in ordine ad alcune proposte di modifica al Regolamento Emittenti adottato con delibera n. 11971/1999 (“**Regolamento Emittenti**”), portanti fra l’altro modifiche della disciplina volta alla individuazione delle società emittenti strumenti finanziari diffusi presso il pubblico in misura rilevante.

11. Per quanto in appresso di interesse, nel citato Documento di Consultazione (p. 18) si muove dall’assunto per cui nella prassi applicativa sono stati riscontrati *«taluni profili di incertezza in merito alla qualificazione di emittenti titoli diffusi»*, fra l’altro, *«con riferimento alle: ... iii) società per le quali i titoli emessi sono stati (anche solo in parte) oggetto di un’operazione di collocamento con un basso grado di adesione. Per tale ipotesi la proposta regolamentare chiarisce che la qualifica di emittente diffuso, in presenza di un numero rilevante di azionisti, come indicato dall’art. 2-bis, comma 1, lett. a), discende dall’effettuazione di un’operazione di collocamento a prescindere dal relativo esito. Ciò in quanto ai fini della qualifica di emittente azioni diffuse (fermo restando la sussistenza dei requisiti quantitativi previsti dall’art. 2-bis), è rilevante la manifestazione storica della volontà dell’emittente (o del socio di controllo) di rivolgersi al mercato, attraverso un’attività di sollecitazione comunque realizzata»*.

12. Viene così proposta una riformulazione dell’art. 2-bis, comma 2, nei termini di cui in appresso:

«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)».

II – OSSERVAZIONI DI METODO

II.1. Le riferite generali ragioni dell’intervento normativo presentano consonanze con le particolari finalità dell’Operazione di SAPA in Salini Costruttori

13. Nelle ragioni che giustificano l'intervento normativo proposto da codesta Autorità, per come riferite a p. 18s. del Documento di Consultazione, si ritrovano calzanti alcune caratteristiche concrete dell'Operazione posta in essere da SAPA in Salini Costruttori nell'anno 2016 al fine di mutarne lo *status* giuridico.

14. In effetti, nell'Operazione i titoli emessi sono stati oggetto di un'operazione di (asserito) collocamento «*solo in parte*» (cfr., Documento di Consultazione, p. 19, sub *iii*).

15. Ed ancora l'Operazione ha registrato «*un basso grado di adesione*» (cfr., ancora, Documento di Consultazione, p. 19, sub *iii*).

16. Ponendo mente all'aggettivo “*basso*” la consonanza oggettiva rispetto alle finalità dell'Operazione può notarsi anche per altro meno evidente profilo.

17. Con l'Operazione sono state poste a disposizione dei dipendenti di Salini Impregilo e di CO.GE.MA. S.p.A., nel complesso, n. 330.000 azioni, rappresentanti lo 0,275% del capitale sociale di Salini Costruttori. Come già sopra riferito, hanno accettato la donazione oggetto dell'Operazione n. 1.055 donatori, ai quali sono state trasferite n. 253.200 azioni, rappresentanti lo 0,2110% del capitale sociale di Salini Costruttori. L'Operazione ha quindi registrato un *elevatissimo* grado di adesione, essendo state assegnate il 77% delle azioni rese disponibili. Tale grado di adesione diviene “*basso*” se si confronta rispetto alla soglia del 5% stabilita al comma 1 dell'art. 2-*bis* Regolamento Emittenti, che però – almeno nell'Operazione – il donante non si è neanche in astratto proposto di raggiungere.

II.2. La testuale modifica normativa annunciata presenta consonanze con la struttura dell'Operazione di SAPA in Salini Costruttori

18. Secondo quanto chiarito nel Documento di Consultazione (p. 19), la modifica normativa posta in consultazione da Consob «*chiarisce*» (ma come si chiarirà in appresso, più che di un chiarimento si tratta di uno stravolgimento della normativa esistente) che «*la qualifica di emittente diffuso, in presenza di un numero rilevante di azionisti, come indicato dall'art. 2-bis, comma 1, lett. a), discende dall'effettuazione di un'operazione di collocamento a prescindere dal relativo esito. Ciò in quanto ai fini della qualifica di emittente azioni diffuse (fermo restando la sussistenza dei requisiti quantitativi previsto dall'art. 2-bis), è rilevante la manifestazione storica della volontà dell'emittente (o del socio di controllo) di rivolgersi al mercato, attraverso un'attività di sollecitazione comunque realizzata*».

19. L'intervento normativo proposto, ipotizza di inserire il "chiarimento" apportando al secondo trattino del comma 2 dell'art. 2-bis esattamente la precisazione per la quale il collocamento si considera rilevante «*a prescindere dal relativo esito*».

20. In forza della disciplina vigente, l'Operazione non avrebbe mai potuto essere considerata sufficiente per far acquisire a Salini Costruttori lo *status* di "società aperta", già solo per aver mutato la relativa compagine societaria storica di appena lo 0,2110% (risultato ottenuto del tutto "volontariamente", essendo state rese disponibili sul "mercato", o meglio per una platea pre-selezionata, solo un complesso di azioni pari allo 0,275%).

21. La modifica normativa annunciata da Consob, al contrario, colma una delle lacune più evidenti dell'Operazione, facendo divenire appunto irrilevante l'esito (scontato) dell'Operazione medesima.

II.3. V'è sincronia tra i tempi dell'Operazione, la sua contestazione e l'annunciato intervento normativo

22. In aggiunta a quanto considerato ai § II.1 e II.2, meritano di essere svolte considerazioni sulle circostanze di tempo nelle quali è maturato l'annunciato intervento normativo.

23. Non può infatti non essere rilevato che:

- a) SAPAR si era rivolta all'Autorità per ottenere l'applicazione del diritto (il diritto vigente) al caso di specie rappresentato dall'Operazione;
- b) SAPAR si era rivolta all'Autorità quale Amministrazione di vertice (e, per definizione, terza), per il suo ruolo di garante del rispetto della legalità nel mercato finanziario;
- c) agli esposti ed alle istanze di SAPAR rivolte a codesta Autorità non è mai stato dato alcun genere di riscontro.

24. Non può inoltre sottacersi che, anziché pronunciarsi sulle istanze di SAPAR, nel mentre il contenzioso fra le parti interessate dall'Operazione trovava il suo svolgimento anche dinanzi al Tribunale di Milano, Consob ha ritenuto di *dover* annunciare il proprio intervento a modifica delle regole del gioco nel mentre il gioco è in corso e con una modifica normativa che, oggettivamente, si pone in consonanza rispetto alle finalità della parte che ha posto in essere l'Operazione.

25. Anche la forma dell'intervento, che viene definito in termini di "chiarimento" di "incertezze" interpretative (invero insussistenti, come già sopra

dimostrato e in appresso ancor meglio chiarito), si accorda – di fatto – alle esigenze sottese all’Operazione. Servirà infatti alla tesi di SAPA poter sostenere che la novità normativa costituisce un intervento di tipo interpretativo, dunque tale da non potersi discutere la sua applicabilità all’Operazione, posta in essere in costanza di ben diversa disciplina.

26. Ed infine, desta perplessità anche il perimetro dell’intervento, per il suo oggettivo ritagliarsi (né più, né meno) sulla Operazione posta in essere da SAPA. L’indifferenza dell’esito della diffusione delle azioni presso il pubblico viene infatti stabilita per le sole operazioni di “collocamento” (quella che SAPA sostiene di aver posto in essere), e non invece per le “offerte al pubblico”, per le quali quindi l’insuccesso (come è normale che sia) non determina alcun mutamento nello *status* giuridico dell’emittente. Lo stesso è a dirsi per la negoziazione delle azioni su sistemi multilaterali e per le altre modalità di diffusione, per le quali continua a richiedersi quale esito il coinvolgimento di azionisti diffusi rappresentanti almeno il 5% del capitale sociale.

III – OSSERVAZIONI DI MERITO

III.1. Il vigente art. 2-bis è stato introdotto per adeguare la disciplina secondaria alla riforma societaria, che imponeva di qualificare i requisiti quantitativi identificanti la diffusione tra il pubblico in misura rilevante

27. Ai sensi dell’art. 2325-bis c.c., «*sono società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio le società con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse tra il pubblico in misura rilevante*» (enfasi aggiunta).

28. Secondo quanto previsto all’art. 111-bis disp. att. cod. civ., la «*misura rilevante di cui all’art. 2325-bis del codice civile è quella stabilita a norma dell’art. 116 del d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58*». A norma dell’art. 116 Tuif, è la Consob a stabilire con regolamento «*i criteri*» per l’individuazione degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante.

29. Prima della riforma societaria, ai sensi dell’art. 2, comma 1, lett. f) del Regolamento Emittenti, per «*emittenti strumenti finanziari diffusi*» dovevano intendersi «*emittenti italiani dotati di un patrimonio netto non inferiore a dieci miliardi di lire e con un numero di azionisti o obbligazionisti superiore a duecento*».

30. La nozione di emittente diffuso stabilita all’art. 2325-bis c.c. imponeva però di qualificare i requisiti quantitativi, introducendo requisiti funzionali, atti

a identificare non più semplicemente la frammentazione azionaria, ma l'intervenuta diffusione fra il "pubblico" delle azioni dell'emittente.

31. Con delibera n. 14372 del 23 dicembre 2003 la Consob procedeva ad un mutamento significativo della definizione, da fondare «*almeno per quanto riguarda la sua rilevanza civilistica, sia su parametri quantitativi, simili a quelli oggi previsti ma tendenzialmente dotati di maggiore stabilità, che qualitativi, questi ultimi relativi alla presenza di un ricorso al mercato dei capitali di rischio*» (documento di consultazione dell'11 dicembre 2003, che ha preceduto la citata delibera n. 14372/2003). L'introduzione di elementi qualitativi si proponeva di chiarire che «*fermi restando gli aspetti dimensionali, l'assunzione dello status di emittente con azioni diffuse non sia riconducibile alla mera casualità ma sia invece ricollegato ad una scelta della società, o di chi la controlla, di rivolgersi al mercato dei capitali*» (documento di consultazione 11 dicembre 2003, enfasi aggiunta). «*Il superamento dei limiti quantitativi*» - si precisava ulteriormente nel documento di consultazione 11 dicembre 2003 - «*dovrà concorrere con l'avvenuta effettuazione di un ricorso al mercato dei capitali*».

32. Veniva così introdotto il vigente art. 2-bis Regolamento Emittenti, ai sensi del quale:

«1. Sono emittenti azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani i quali, contestualmente:

- a) abbiamo azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%;
- b) non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'art. 2435-bis, primo comma, del codice civile.

2. I limiti di cui al comma precedente si considerano superati soltanto se le azioni alternativamente:

- abbiano costituito oggetto di 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, anche rivolto ai soli investitori qualificati come definiti ai sensi dell'art. 34-ter, comma 1, lettera b);
- siano o siano state negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione con il consenso dell'emittente o del socio di controllo ovvero siano state emesse alla negoziazione sui mercati regolamentati e successivamente siano state oggetto di revoca;

- siano emesse da banche e siano acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze.

3. Non si considerano emittenti diffusi quegli 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».

33. In coerenza con le finalità che ne hanno ispirato l'emanazione, l'*incipit* del comma 2 pone una chiara connessione funzionale tra i primi due commi dell'art. 2-*bis*. Sicché la situazione di "frammentazione" o "diffusione" non potrà essere "frutto del caso", e diventerà rilevante solo quando sia ottenuta attraverso una delle operazioni indicate al comma 2. Sono del resto le operazioni indicate al comma 2 (offerte al pubblico, collocamenti, negoziazioni su sistemi multilaterali o su mercati regolamentati, acquisto o sottoscrizione presso banche) a garantire che le azioni siano diffuse presso il "pubblico".

III.2. La nuova ipotizzata disciplina costituisce una immotivata controriforma che determina una rinuncia ai requisiti qualitativi

34. Stando alle considerazioni preliminari contenute nel Documento di Consultazione, l'annunciata riforma non si propone di superare l'impianto qualitativo dei requisiti introdotti nel 2003 (impianto anzi esplicitamente richiamato a p. 16 s.).

35. Per quanto la proposta di riforma dichiara di non voler mettere in discussione l'impianto della disciplina in vigore dal 2003, la nuova ipotizzata norma ne determina un radicale superamento, senza peraltro offrire alcun chiarimento in ordine alle ragioni ed alle finalità ispiratrici.

36. Affermare che una operazione di collocamento ha rilievo per le finalità dell'art. 2-*bis*, comma 2, Regolamento Emittenti, a prescindere da quale sia stato il suo esito, significa stabilire che il superamento dei limiti di cui al comma 1 è rilevante a prescindere dall'operazione di collocamento medesima.

37. Viene così abrogato il requisito qualitativo di cui al comma 2 del citato art. 2-*bis*, atto a qualificare la frammentazione numerica altrimenti irrilevante cui fa riferimento il comma 1 del medesimo art. 2-*bis*.

38. Per l'effetto, viene contraddetto l'*incipit* del comma 2 dell'art. 2-*bis*, il quale aspira a stabilire che «i limiti di cui al comma precedente si considerano

superati soltanto se ... le azioni abbiano costituito oggetto di un collocamento», mentre invece – con la modifica ipotizzata – si dovrà accettare la rilevanza di un superamento di detti limiti, malgrado l’inefficienza causale del collocamento.

III.3. Il quadro normativo vigente non si espone alle “incertezze interpretative” cui si allude nel Documento di Consultazione

39. Nel Documento di Consultazione si afferma essere stati riscontrati «*taluni profili di incertezza in merito alla qualificazione di emittenti titoli diffusi con riferimento alle: ...iii) società per le quali i titoli emessi sono stati (anche solo in parte) oggetto di un’operazione di collocamento con un basso grado di adesione*».

40. Per vero, la riferita incertezza interpretativa appare del tutto insussistente a termini del vigente art. 2-bis del Regolamento Emittenti.

41. «*I limiti di cui al comma precedente*» – recita il comma 2 del citato art. 2-bis – «*si considerano superati soltanto se le azioni*» abbiano costituito oggetto di una delle operazioni di diffusione presso il “pubblico” elencate nel medesimo comma 2.

42. Per effetto di tale previsione:

- a) il superamento meramente *numerico* dei limiti di cui al comma 1, senza che la diffusione delle relative azioni sia avvenuto a termini del comma 2 (e dunque presso il “pubblico”), è del tutto irrilevante, poiché del resto non sarebbe riconoscibile in capo agli azionisti, ivi compresi quelli di estrema minoranza, l’appartenenza alla nozione di “pubblico”;
- b) operazioni di collocamento ai sensi del successivo comma 2 che abbiano determinato una diffusione delle azioni in misura inferiore alle *soglie* stabilite al comma 1 sono pure parimenti irrilevanti, poiché, pur potendo essersi determinata la presenza di azionisti ascrivibili alla nozione di “pubblico”, la diffusione delle azioni fra essi non ha raggiunto la soglia di rilevanza.

43. Sicché, quando una operazione di collocamento abbia registrato una adesione modesta, tale da non aver fatto conseguire l’obiettivo della diffusione fra il pubblico nella misura stabilita al comma 1, la frammentazione dell’azionariato rimarrà parimenti irrilevante.

44. L'annunciata modifica del Regolamento Emittenti sul punto non chiarisce dunque un'incertezza interpretativa, ma innova – e di molto – il diritto vigente.

45. Come già rilevato, infatti, ai sensi del vigente art. 2-bis del Regolamento Emittenti, senza che emergano esigenze di maggiore chiarezza, la situazione di frammentazione di cui al comma 1, e dunque le soglie in esso indicate, devono essere state superate – pena l'irrilevanza – mediante una delle operazioni di ricorso al mercato dei capitali di rischio di cui al successivo comma 2.

46. Se quelle soglie non sono raggiunte tramite le operazioni di cui al comma 2, la norma invita a constatare che non sono soddisfatti i requisiti quantitativi. Se quelle soglie sono raggiunte a prescindere dal ricorso alle operazioni di cui al comma 2, la norma invita a constatare che non sono soddisfatti i requisiti qualitativi. Attribuire rilievo alla mera «*manifestazione storica della volontà dell'emittente (o del socio di controllo) di rivolgersi al mercato, attraverso un'attività di sollecitazione comunque realizzata*» (Documento di Consultazione, p. 19) significa appagare non il bisogno di una incertezza interpretativa, bensì abbandonare il sistema vigente dei requisiti quali-quantitativi.

III.4. La nuova ipotizzata disciplina introduce elementi di casualità e irrazionalità nella qualificazione della società aperta e ne inficia l'autonomia della fattispecie

47. Nella ipotizzata nuova formulazione del comma 2 dell'art. 2-bis, determinante della acquisizione del nuovo *status* di società con azioni diffuse diviene l'intenzione del collocamento azionario, senza che rilevi l'esito dello stesso.

48. A seguito di un tentativo (di cui non sono neanche determinati i caratteri), diverrebbe allora rilevante l'eventuale preesistente frammentazione di cui al comma 1, per quanto sostanzialmente immutata.

49. A seguito di intenzione di collocamento, si pretende di far divenire del tutto irrilevante l'effettiva diffusione fra il pubblico delle azioni dell'emittente. La stessa rilevanza della misura della diffusione perde la sua oggettività e rilevabilità.

50. Per effetto della annunciata modifica verrebbe, in definitiva, meno il criterio ordinante la fattispecie degli emittenti strumenti finanziari diffusi fra il

pubblico in misura rilevante, l'autonomia della cui categoria, ancorata a soli criteri casuali e quantitativi, come anche la giustificazione di una disciplina particolare rispetto alle società c.d. chiuse, sarebbe posta a rischio.

51. Quanto sopra osservato lascia emergere una insufficiente valutazione dell'impatto dell'inciso che si ipotizza di introdurre al comma 2 dell'art. 2-bis Regolamento Emittenti rispetto al sistema esistente. Non appare inutile rilevare che il mutamento di *status* di una società, da c.d. *chiusa* a società c.d. *aperta*, a fronte di una decisamente limitata condivisione della disciplina in materia di società quotate, determina mutamenti organizzativi significativi e muta l'equilibrio interno fra i soci di una società, stante la diversa disciplina dettata in materia di *quorum* costitutivi e deliberativi. Avuto riguardo all'Operazione posta in essere da SAPA, il mutamento dello status giuridico di Salini Costruttori S.p.A., da società chiusa a società aperta, risponde alla dichiarata finalità di invertire la regola del computo delle azioni proprie ai fini del calcolo delle maggioranze, in modo da garantire alla stessa SAPA l'acquisizione della posizione di controllo solitario.

III.5. La nuova ipotizzata disciplina contrasta insanabilmente con la normativa primaria

52. Ai sensi dell'art. 116 Tuif la Consob è chiamata a stabilire «*criteri*» per i quali distinguere una società c.d. “chiusa” da una società che, pur non essendo quotata, fa ricorso al “mercato del capitale di rischio”. Ai sensi dell'art. 2325-bis c.c., a tale categoria possono essere ricondotte solo le società le cui azioni siano «*diffuse tra il pubblico in misura rilevante*».

53. La nuova disposizione proposta dalla Consob, anziché far perno sulla diffusione tra «*il pubblico in misura rilevante*», attribuisce determinante rilievo al *desiderio* del collocatore (in ipotesi la società emittente o il socio di controllo) di mutare lo *status* della società interessata, a prescindere dall'esito dell'operazione, e dunque a prescindere dalla effettiva «*diffusione tra il pubblico in misura rilevante*» delle azioni della società emittente.

54. Emerge così un netto contrasto della normativa secondaria proposta con la normativa primaria vigente.

55. L'irrilevanza dell'esito del collocamento implica irrilevanza della misura della diffusione fra il pubblico, ciò che invece la Consob sarebbe chiamata a stabilire e che costituisce il senso della fattispecie differenziata prevista all'art. 2325-bis c.c.

56. Con l'annunciata modifica, in buona sostanza, Consob abdica alla identificazione della misura rilevante diffusione fra pubblico delle azioni di un emittente.

III.6. La nuova ipotizzata disciplina attribuisce rilievo persino ai collocamenti che non si propongono di raggiungere le soglie di cui al comma 1 dell'art. 2-bis

57. Anche sulla base delle motivazioni che ne hanno accompagnato l'annuncio ai fini della consultazione, e in virtù del laconico tenore letterale della modifica proposta, dovrebbe darsi rilievo anche ai casi in cui il *tentativo* di collocamento abbia avuto ad oggetto «*anche solo in parte*» (Documento di Consultazione, p. 19) i titoli emessi dalla società interessata.

58. Anche per l'aspetto appena considerato, la norma produce conseguenze aberranti, rendendo irrilevante il fatto che il *tentativo* di collocamento sia destinato all'insuccesso – ossia a non essere determinante la frammentazione dell'azionariato nei termini di cui al comma 1 dell'art. 2-bis – per scelta dello stesso collocatore, il quale abbia ritenuto di collocare presso il mercato un numero di azioni già in partenza ben inferiori alla soglia del 5% stabilita al comma 1.

III.7. Non sussiste l'analogia sostenuta nel Documento di Consultazione tra l'insuccesso di una operazione di collocamento e la cessazione dei sistemi multilaterali di negoziazione

59. Si afferma a p. 19 del Documento di Consultazione che dovrebbe darsi rilevanza alla «*manifestazione storica della volontà dell'emittente (o del socio di controllo) di rivolgersi al mercato*», a prescindere dall'esito del collocamento. A supporto di tale affermazione, in nota 21, testualmente si osserva: «*Analogamente, nei casi di società i cui titoli siano stati negoziati in passato negli MTF, è irrilevante il fatto che il mercato abbia poi cessato la sua operatività, ai fini della verifica del requisito qualitativo previsto dall'art. 2-bis, comma 2, del RE*».

60. L'argomento portato da codesta Autorità a supporto della proposta modifica non presenta alcuna analogia rispetto alla fattispecie che si vuole introdurre ed anzi confonde piani concettuali completamente distinti.

61. Se azioni dell'emittente siano state negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione e, per tale via, si sia determinata la frammentazione di cui al comma 1 dell'art. 2-*bis*, è ben evidente che l'intervenuta diffusione delle azioni presso il pubblico in misura rilevante non cessa con il cessare della operatività della negoziazione presso il sistema MTF. Allo stesso modo, non si richiede che l'offerta al pubblico o il collocamento siano permanenti per il mantenimento dello *status* giuridico di società "aperta".

62. Se un collocamento abbia registrato, per qualsivoglia ragione, una scarsa adesione, sarebbe insomma canzonatorio affermare che il semplice desiderio storico di collocamento sia sufficiente per affermare che – nonostante l'insuccesso – le azioni sono state diffuse presso il pubblico in misura rilevante.

..*.*

Tanto sopra premesso, SAPAR auspica che l'ipotizzata modifica dell'art. 2-*bis*, Regolamento Emittenti, venga semplicemente ritirata.

Si ringrazia per l'attenzione e si porgono distinti saluti.

Roma, 23 gennaio 2018

Prof. Avv. Mario Bussoletti

Prof. Avv. Antonio Nuzzo

Avv. Ermanno La Marca

Avv. Patrizia Usai

SA.PAR. S.r.l.
Il Presidente
Dott. Francesco Saverio Salini

(firme apposte digitalmente)