

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

Milano, 23 gennaio 2018

OGGETTO: Osservazioni al documento di consultazione 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”.

I. Premessa

Lo scrivente prof. Luigi A. Bianchi, anche a seguito di una segnalazione ricevuta da operatori del mercato circa la possibile rilevanza della questione oggetto della presente, formula alcune osservazioni in merito al Documento di consultazione di codesta Commissione avente ad oggetto, in particolare, la proposta di modifica dell’art. 2-bis, comma 2 del Regolamento Emittenti (“RE”) in materia di emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, là ove si chiarisce che i limiti quantitativi di cui all’art. 2-bis, comma 1, RE si considerano superati anche nel caso in cui le azioni abbiano costituito oggetto di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato *“e a prescindere dal relativo esito”*, anche rivolto a soli investitori qualificati come definiti dall’articolo 34-ter, comma 1, lettera b).

La proposta di modifica sottoposta a consultazione muove dal rilievo che *“nella prassi applicativa sono stati riscontrati taluni profili di incertezza in merito alla qualificazione di emittenti titoli diffusi”* con riferimento, tra l’altro, alle società per le quali i titoli emessi *“sono stati anche solo in parte oggetto di un’operazione di collocamento con basso grado di adesione”* (cfr. Documento di consultazione, p. 18 s.)

II. Osservazioni alla proposta formulata nel Documento di consultazione Consob del 24 novembre 2017

1. Come è noto, l'art. 2325-*bis*, c.c. non individua i parametri del livello di diffusione delle azioni tra il pubblico in maniera rilevante, essendo essi viceversa stabiliti dall'art. 2-*bis* del RE su base quantitativa e qualitativa.

Più precisamente, i parametri quantitativi di cui all'art. 2-*bis*, comma 1, RE riguardano essenzialmente la misura della diffusione delle azioni tra il pubblico nonché le dimensioni dell'impresa, facendo infatti riferimento (i) alla presenza di azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5% e (ii) all'impossibilità da parte dell'emittente di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'art. 2435-*bis*, comma 1, c.c.

Detti parametri devono, altresì, concorrere con almeno uno dei parametri qualitativi indicati dall'art. 2-*bis*, comma 2, RE, là ove si prevede che le azioni dell'emittente debbano alternativamente (i) essere state oggetto di un'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio; (ii) essere state oggetto di un collocamento in qualsiasi forma realizzato anche riservato a soli investitori qualificati ai sensi dell'art. 34-*ter*, comma 1, lett. b) del RE; (iii) essere o essere state negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione con il consenso dell'emittente o del socio di controllo ovvero essere state ammesse alla negoziazione su mercati e successivamente essere state oggetto di revoca; (iv) essere emesse da banche e acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze.

Secondo la proposta del Documento di Consultazione, il citato art. 2-*bis*, comma 2, RE verrebbe modificato nel senso di prevedere espressamente che le operazioni di collocamento di cui sopra assumono rilevanza, ai fini della qualifica della società quale emittente "azioni diffuse", indipendentemente dall'esito del collocamento e dunque anche qualora lo stesso abbia avuto, in ipotesi, esito parzialmente negativo.

E ciò in quanto si intende attribuire rilievo alla "*manifestazione storica della volontà dell'emittente (o del socio di controllo) di rivolgersi al mercato attraverso un'attività di sollecitazione comunque realizzata*" (cfr. Documento di consultazione p. 19).

2. La modifica proposta, valorizzando il requisito della diffusione volontaria delle azioni sul mercato, si pone in linea di continuità rispetto ai precedenti interventi regolamentari volti essenzialmente ad evitare che l'assunzione dello *status* di emittente

azioni diffuse fosse riconducibile alla mera casualità e non ad una precisa scelta della società (o del suo socio di controllo)⁽¹⁾.

Nondimeno, alla luce del quadro normativo e regolamentare sopra sinteticamente richiamato, la precisazione introdotta nel Documento di consultazione, sottolineando l'irrelevanza dell'esito del collocamento delle azioni, rischia di suscitare, ad avviso dello scrivente, profili di incertezza interpretativa maggiori rispetto a quelli che pone la vigente regolamentazione qualora venisse, in ipotesi, interpretata nel senso di determinare il risultato di far acquisire a una qualsiasi società la qualifica di emittente titoli diffusi per il solo fatto che la società stessa e/o un socio abbiano posto in essere un collocamento, indipendentemente dalla circostanza che, al termine di detta operazioni, le azioni della stessa siano effettivamente e realmente diffuse tra il pubblico, nella misura prescritta dalla disciplina applicabile.

Al riguardo si osserva, anzitutto, che la volontà dell'emittente di fare ricorso al mercato del capitale di rischio non costituisce requisito sufficiente a determinare l'acquisto della qualifica di società con azioni diffuse tra il pubblico e, per l'effetto, il mutamento del regime normativo alla stessa applicabile, giacché l'art. 2-bis, comma 1, RE individua precisi criteri di ordine quantitativo funzionali ad identificare, in concreto, la "misura rilevante" della diffusione delle azioni tra il pubblico.

Sotto quest'ultimo profilo, è noto che l'adozione di parametri quantitativi si giustifica alla luce dell'esigenza di collegare l'assunzione dello *status* di società con azioni diffuse a criteri oggettivi dotati di stabilità e, soprattutto, idonei a dimostrare il carattere di effettiva diffusione delle azioni tra il pubblico, "essendo difficile ipotizzare una significativa partecipazione del mercato dei capitali al rischio di impresa al di sotto della predetta soglia" (i.e. il 5% del capitale sociale)⁽²⁾.

Come è stato, infatti, osservato la disciplina applicabile agli emittenti azioni diffuse è funzionale a garantire una maggior tutela dei soci di minoranza nel caso di società che facciano appello al pubblico risparmio⁽³⁾ attraverso l'adozione di disposizioni

⁽¹⁾ Si veda al riguardo Consob, Documento di consultazione, Modifica dei criteri per l'individuazione degli emittenti azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante dettati dall'art. 2, comma 1, lett f) del regolamento Consob n. 11971/1999 in materia di emittenti, in attuazione dell'art. 116 del d.lgs n. 58/1998 (TUF), 11 dicembre 2003, p. 2 ove si osserva come ove si precisa che "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 sull'informazione e sulla revisione contabile".

⁽²⁾ Cfr. Consob, Documento di consultazione, cit., p. 3.

⁽³⁾ Cfr. M. SCIUTO, *Commento sub art. 2325-bis*, in *Le Società per Azioni*, diretto da P. Abbadessa-G. B. Portale, Milano, 2016, p. 138, il quale osserva come la categoria degli emittenti azioni

specifiche, diverse da quelle previste per le società chiuse, quali ad esempio quelle in materia di pubblicazione dei patti parasociali (*ex art. 2341-ter, c.c.*), convocazione dell'assemblea (*ex art. 2366, comma 3, c.c.*), informazione continua e periodica, operazioni con parti correlate, nonché con riguardo ai limiti al cumulo degli incarichi dei componenti degli organi di controllo (*ex art. 148-bis TUF e art. 144-terdecies RE*).

Si tratta, come è evidente, di una disciplina più gravosa che comporta a carico della società significativi oneri supplementari in termini di obblighi di *disclosure* e di adempimenti e che si giustifica unicamente nell'ipotesi di un, ancorché limitato, ricorso da parte di detta società al mercato del capitale di rischio.

Si rammenta, inoltre, che la qualifica di emittente azioni diffuse incide significativamente sulla governance della società e dunque sulle regole organizzative della stessa. Basti ricordare al riguardo che nelle società diffuse si applicano gli assai inferiori *quorum* assembleari previsti per le società quotate⁽⁴⁾ al fine di facilitare l'adozione delle delibere assembleari in presenza di un numero (assai) più elevato di soci rispetto a quelli di una società con assetti proprietari chiusi⁽⁵⁾.

diffuse risponderebbe *“alla duplice funzione: (i) di consentire una “crescita” graduale delle s.p.a. lungo l’asse della progressiva “apertura” al pubblico risparmio, sdrammatizzando il “salto” in borsa di quelle s.p.a. che, per essere di fatto già “aperte”, si venissero a trovare già soggette ad una normativa prossima a quella applicabile dopo la quotazione; (ii) di apprestare idonea tutela (cioè prossima a quella prevista per le s.p.a. quotate) alle minoranze – e in genere ai risparmiatori – coinvolti nelle sorti delle società che effettivamente fanno ricorso al risparmio anonimo pur avvalendosi di circuiti alternativi ai mercati regolamentati”*. Negli stessi termini, P. ABBADESSA-E. GINEVRA, *Commento sub art. 2325-bis*, in *Società di capitali*, a cura di G. Niccolini-A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, p. 13, ove si precisa che *“le nuove disposizioni (: si pensi al quorum “di blocco” della minoranza per le delibere dell’assemblea straordinaria), che sono state anticipate dal t.u.f., paiono potersi leggere come regole di tutela del risparmio solo in via riflessa (per ciò stesso esplicitanti rilievo per tutti gli investitori, a prescindere dal titolo), sembrando – invece, immediatamente – frutto dell’adattamento alla particolare realtà della rilevante frammentazione dell’azionariato di un più generale principio di esercizio controllato del potere assembleare, vigente a prescindere dal modello di riferimento”*.

⁽⁴⁾ Ai sensi dell'art. 2368, comma 2, c.c., nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio i *quorum* costitutivi e deliberativi dell'assemblea straordinaria in prima convocazione sono rispettivamente pari al 50% del capitale sociale e ai 2/3 del capitale rappresentato in assemblea; in seconda convocazione l'assemblea è validamente costituita quando sono presenti tanti soci che rappresentano almeno 1/3 + 1 del capitale sociale e delibera con il voto favorevole di tanti soci che rappresentano i 2/3 del capitale rappresentato in assemblea.

⁽⁵⁾ Sempre nell'ottica di tutelare interessi, generali o particolare, connessi all'appello al pubblico risparmio, solo nelle società “aperte” è previsto che non possa più essere pronunciata l'invalidità della delibera di aumento di capitale dopo che l'attestazione di cui all'art. 2444 c.c. sia stata iscritta nel registro delle imprese nonché delle delibere di riduzione reale del

Parimenti, nelle società diffuse la legittimazione all'impugnazione delle delibere assembleari spetta a un numero di soci significativamente inferiore rispetto a quello richiesto per l'esercizio della relativa azione nelle società chiuse (*i.e.* un quarantesimo del capitale sociale), coerentemente con la frammentazione del capitale sociale che è connaturata all'(effettiva) apertura al capitale.

Del pari rilevante e significativa, pur se priva, ad avviso di chi scrive, di una adeguata e razionale giustificazione, risulterebbe l'applicazione a una società solo in ipotesi nominalmente aperta del regime restrittivo in materia di acquisto delle proprie azioni che è previsto, invece, per le società che fanno (effettivamente) ricorso al mercato di capitale di rischio (cfr. art. 2357, co. 3, c.c.).

Anche in questo caso si tratterebbe di un risultato "preterintenzionale" che, tuttavia, appare suscettibile di determinare rilevanti mutamenti negli assetti di potere della società *soi disant* aperta, stante il noto effetto delle azioni proprio, nel caso delle società quotate, sui *quorum* delle relative deliberazioni in virtù di una disposizione di legge derogatoria rispetto a quella relativa al diritto comune delle società per azioni (cfr. artt. 2357, co. 2 e 2368, co. 3, c.c.).

3. È opinione dello scrivente, in conclusione, che, nonostante la modifica in consultazione relativa all'irrilevanza dell'esito del collocamento, l'effettiva diffusione delle azioni tra il pubblico debba continuare a rappresentare il presupposto necessario al fine di qualificare un emittente alla stregua di emittente titoli diffusi.

Più precisamente, appare auspicabile che, rimanendo fermi i parametri quantitativi di cui all'art. 2-bis, comma 1, RE, la sopravvenuta irrilevanza dell'esito effettivo del collocamento non possa venire interpretata nel senso di determinare l'irrilevanza della misura della diffusione delle azioni tra il pubblico, giacché altrimenti verrebbe modificato l'intero impianto della norma in esame e, per l'effetto, i requisiti al ricorrere dei quali trova applicazione la disciplina prevista per gli emittenti azioni diffuse.

In ogni caso, al fine di perseguire il conclamato obiettivo di eliminare gli asseriti profili di incertezza connessi alla definizione di "emittenti con titoli diffusi", apparirebbe opportuno chiarire, a parere dello scrivente, che il superamento della soglia di 500 azionisti conseguente a una operazione di "collocamento" non sia sufficiente a determinare siffatto risultato, qualora la partecipazione complessivamente detenuta da detti soggetti non sia almeno pari al 5% del capitale sociale. Ragionando diversamente,

capitale sociale o di emissione di obbligazioni dopo che la relativa delibera sia stata solo in parte eseguita (art. 2379-ter, comma 2, c.c.).

Gatti Pavesi Bianchi

sia pure in linea del tutto teorica, sarebbe infatti sufficiente per il socio di controllo di una qualsiasi società chiusa, desideroso di farle acquisire lo status di società aperta, procedere alla assegnazione di azioni della società a un numero anche significativo di soggetti, sostenendo che, ancorché la partecipazione così raccolta fosse, in ipotesi, inferiore alla soglia del 5% del capitale, ai fini del raggiungimento di detta percentuale sia sufficiente l'esistenza di altro socio detentore di una quota di capitale superiore al 5%. Laddove pare evidente che, nell'esempio prospettato, siffatta quota di partecipazione non sia stata in alcun modo oggetto di qualsivoglia "collocamento" ma, più semplicemente, "riqualificata" alla bisogna, in quanto partecipazione della quale sia titolare, in ipotesi, un socio stabile della società.

In conclusione, se fosse fondata l'interpretazione che si è dialetticamente qui prospettata, una assai limitata apertura al capitale di una determinata società, grazie a un'operazione di "sollecitazione" dall'esito solo parzialmente positivo, in quanto inidonea a conseguire il risultato di collocare tra il pubblico una partecipazione sociale complessivamente pari al 5% del capitale, in ipotesi posta in essere dal socio detentore di una partecipazione non sufficiente a garantirgli il "controllo" dell'assemblea straordinaria, potrebbe sortire l'effetto di una variazione relevantissima negli assetti di potere della società. Vi è fondato motivo di ritenere che una siffatta eventualità non possa non risultare eccentrica rispetto alle finalità che sono sottese alla regolamentazione ai fini del "salto" da società chiusa a società (effettivamente) aperta, ossia quella di garantire standard di *governance* adeguati alla frammentazione del capitale e alla esistenza di effettive minoranze.

Nel ringraziare per l'opportunità di interlocuzione, l'occasione mi è gradita per inviare i miei cordiali saluti

prof. Luigi A Bianchi

ordinario nell'Università Luigi Bocconi

