

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

Bari, 23 gennaio 2018

Oggetto: Documento di consultazione del 24/11/2017 contenente “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” - osservazioni

La società Go&Com Professionisti Riuniti Srl, corrente in Bari, alla Via Roberto da Bari n. 36, qui rappresentata dall'Amministratrice Unica Dott.ssa Giovanna Di Gregorio, nata a Bari il 14 giugno 1969, intende con la presente sottoporre alla cortese attenzione di codesta On.le Commissione le proprie

#### OSSERVAZIONI

in merito al Documento di consultazione contenente “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”, pubblicato sul sito della Commissione in data 24 novembre u.s.

\* \* \* \* \*

In generale, si nota che l'intervento della Commissione appare ispirato ad un lodevole intento di fornire una serie di chiarimenti interpretativi legati all'introduzione, nel decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito “TUF”), della definizione di piccole e medie imprese emittenti azioni quotate (di seguito “PMI”, cfr. articolo 1, comma 1, lett. w-quater.1), del TUF), avvenuto, com'è noto, con l'emanazione del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91 (c.d. “Decreto Competitività”), convertito con modificazioni dalla legge 11 agosto 2014, n. 116.

Su tale base, la proposta interviene innanzitutto sui tre aspetti sui quali la Commissione ha potestà d'intervento ai sensi del TUF:

1. I criteri di calcolo della capitalizzazione e del fatturato;
2. Gli adempimenti informativi cui sono tenuti gli emittenti in relazione all'acquisto ovvero alla perdita della qualifica di PMI;
3. Le modalità di pubblicazione dell'elenco delle PMI.

Ebbene, su tutti e tre gli aspetti presi in considerazione, ed in particolare sul primo, l'intervento di codesta On.le Commissione appare ispirato a principi di semplificazione in linea con gli orientamenti da ultimo fatti propri e con l'intendimento di rendere il mercato delle PMI aperto e trasparente.

Tali intendimenti sono resi palesi dalla stessa Commissione che, in un passaggio del documento, afferma che «la certezza della sussistenza dei presupposti indicati dalla definizione di PMI - nei termini sopra descritti - e la previsione di un regime di adeguata diffusione al pubblico degli stessi assumono particolare rilevanza ai fini dell'applicazione degli obblighi di trasparenza e delle regole che presiedono al mercato del controllo societario».

Pertanto, codesta On.le Commissione ritiene che certezza della sussistenza dei presupposti per assumere una particolare qualifica, da un lato, e adeguata diffusione al pubblico degli strumenti finanziari emessi, dall'altro, siano i due pilastri che maggiormente debbano contrassegnare questo genere di società e su tali presupposti orientano la prima parte della proposta di regolamentazione: e ciò risulta tanto più corretto quanto più si pensa che l'applicabilità della qualifica di PMI comporta, per stessa ammissione della Commissione, rilevanti variazioni delle regole applicabili in materia di:

- assetti proprietari, con l'innalzamento della soglia minima al 5% del capitale per gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e per le partecipazioni reciproche;
- offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie, in quanto le PMI possono stabilire, con apposita clausola statutaria, una soglia OPA compresa tra il 25% e il 40%, nonché esercitare la facoltà di *opt-out* statutario dell'obbligo di OPA da consolidamento in regime di *grace period*.

\* \* \* \* \*

Rispetto a quanto sopra, appare quindi non del tutto convincente parte della proposta di regolamentazione contenuta nella seconda parte del documento, relativa alla riformulazione della disciplina applicabile agli strumenti finanziari diffusi in maniera rilevante, con particolare riguardo alla definizione stessa di "emittente diffuso".

Va anzitutto rilevato che, com'è noto, e come codesta On.le Commissione fa notare, la nozione di emittente diffuso è riconducibile - così come le società quotate - al *genus* delle “società che fanno appello al mercato del capitale di rischio”, secondo la definizione di cui all'art.2325-*bis*, cod. civ. Tale aspetto, a parere di chi scrive, dovrebbe teleologicamente orientare il senso vero e proprio della regolamentazione, al fine di assicurare un regime volto alla tutela delle minoranze azionarie e quindi alla promozione dell'attivismo dei soci nell'esercizio del diritto di voto (come si legge nella nt. 17 del Documento) **esclusivamente alle società “aperte” nel vero senso della parola**, vale a dire a quelle società che assicurano, ad es., ai soci un diritto di *exit* qualora essi non abbiano più interesse alla permanenza nella compagine azionaria.

\* \* \* \* \*

Veniamo ora più direttamente alle modifiche proposte da codesta On.le Commissione. Innanzitutto, si rimarca il fatto che la Commissione qualifichi la “natura meramente dichiarativa” dell'accertamento compiuto da essa stessa, ricordando come gli obblighi gravanti sugli emittenti titoli diffusi sorgano o vengano meno nei tempi previsti dai commi 1 e 4 dell'art. 108 del Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti, adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e s.m.i. (“Regolamento Emittenti” o “RE”). Da tale premessa, e dal fatto che l'aggiornamento dell'elenco sia effettuato “tenendo conto delle comunicazioni inviate dagli emittenti strumenti finanziari diffusi”, codesta On.le Commissione inferisce la necessità di apportare talune modifiche all'art. 108, comma 5, RE, in tema di pubblicazione dell'elenco degli emittenti diffusi, precisando, appunto, la valenza non costitutiva, ma meramente dichiarativa, dell'iscrizione nell'elenco rispetto alla qualifica di emittente diffuso; ciò anche tenuto conto di quanto in precedenza illustrato a proposito dell'elenco delle PMI. Pertanto, conclude codesta On.le Commissione, «l'elenco sarà aggiornato in via continua con la pubblicazione, sul sito internet della Consob, della notizia dell'acquisto (o della perdita) della qualifica di emittente diffuso pervenuta all'autorità, con beneficio per la tempestiva informazione del pubblico».

Pur potendo teoricamente concordare sul fatto che la pubblicazione nell'elenco non abbia valore costitutivo per assumere la qualifica di emittente diffuso, cionondimeno, derivando da tale qualifica conseguenze relevantissime a livello di disciplina applicabile, **non si concorda né con la modifica del 5° comma dell'art. 108 RE, né, tanto meno, con l'inserimento della lett. c) all'interno del 2° comma dello stesso art. 108**. Ambedue queste norme sembrano improntare la categorizzazione di una società come “emittente

diffuso” ad una sorta di *deregulation* che contrasta con la “certezza della sussistenza dei presupposti” postulata nella prima parte del documento e non pare avere motivo di essere, stanti le già ricordate relevantissime conseguenze che la classificazione di un emittente come diffuso (e quindi come “facente appello al mercato del capitale di rischio”) comporta, correttamente menzionate nella già richiamata nota 17 del Documento di consultazione.

Peraltro: finché l’acquisizione della qualifica di emittente diffuso dipendesse esclusivamente da elementi oggettivamente rilevabili, si potrebbe accettare che sia lo stesso emittente a qualificarsi come “diffuso”, rendendo chiara al mercato la propria *governance* e le regole ad esso applicabili. Ma poiché, come si vedrà tra un attimo, le condizioni per l’assunzione di tale qualifica cambiano radicalmente, attraverso l’introduzione di una potenziale condizione aggiuntiva rispetto a quelle esistenti e collegata ad una mera intenzione, anche priva di reale riscontro, è necessario - a parere di chi scrive - che la qualifica di emittente diffuso non venga lasciata al libero arbitrio della società emittente, o addirittura al socio di controllo o di maggioranza della stessa (figure cui lo stesso Documento di consultazione fa riferimento), ma riceva una qualche forma di investitura ufficiale da parte dell’Autorità che sorveglia il buon andamento del mercato.

Per tali ragioni, la scrivente società ritiene che:

- la lett. c) del 2° comma dell’art. 108 RE, di cui il Documento di consultazione propone l’introduzione, **non vada inserita**;
- il comma 5 dell’art. 108 RE **vada mantenuto nella sua originaria formulazione**, e non modificato secondo quanto proposto dal Documento di consultazione.

\* \* \* \* \*

Il punto di maggiore difficoltà che la nostra società riscontra nel Documento di consultazione è però insito nell’**allargamento della nozione stessa di emittente diffuso** a quelle società per le quali i titoli emessi siano stati **anche solo in parte** oggetto di un’operazione di collocamento, **anche con un basso grado di adesione**. Nella proposta regolamentare, infatti, la qualifica di emittente diffuso discenderebbe dalla mera effettuazione di un’operazione di collocamento a **prescindere dal relativo esito**. Ciò in quanto, secondo il proposito espresso da codesta On.le Commissione, ai fini della qualifica di emittente azioni diffuse sarebbe rilevante [esclusivamente] la **manifestazione storica della volontà dell’emittente (o del socio di controllo) di rivolgersi al mercato, attraverso un’attività di sollecitazione comunque realizzata**. **Ovviamente,**

l'orientamento teleologico dell'attività di sollecitazione scompare, posto che la condizione è che gli azionisti diversi dai soci di controllo «in numero superiore a cinquecento [e] che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%» non siano per forza quelli oggetto della sollecitazione stessa.

La nostra società ritiene che tale allargamento della definizione sia difficilmente comprensibile ed assolutamente distonico sia con lo spirito stesso della nozione, sia con la disciplina che si andrebbe ad applicare a società che, in concreto, potrebbero essere tutt'altro che “aperte” (posto che l'effettivo esito dell'operazione di collocamento non sia rilevante e possa quindi essere stato anche assolutamente infruttuoso) e sarebbe diametralmente opposto a quanto codesta stessa On.le Commissione aveva asserito in suoi precedenti documenti.

Nel documento di consultazione dell'11 dicembre 2003, avente ad oggetto “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)”, si affermava, infatti: «La nuova definizione [di emittente diffuso] dovrà essere fondata, 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. Tale scelta tiene conto della previsione di speciali regole di governo societario, che la riforma del diritto societario rende applicabili alle società con azioni diffuse, in aggiunta agli obblighi informativi (oggetto di vigilanza della Consob) e di revisione contabile da parte di società iscritte all'albo tenuto dalla Consob».

Tutto il documento di consultazione del 2003, pur riconducendo alla “volontà” della società, o di chi la controlla, di rivolgersi al mercato dei capitali, postulava che, in ogni caso, il collocamento avesse sortito esiti tali da giustificare **la sottoposizione dell'emittente a norme civilistiche imperative**, in presenza di una percentuale anche minima, ma comunque rilevante, di capitale rappresentata dagli azionisti diffusi.

Ancor maggiore distonia si coglie rispetto al Documento di consultazione contenente Proposte di modifica al Regolamento Emittenti ed al Regolamento Mercati del 22 marzo 2012, che ha poi originato la Delibera n. 18214 del 9/5/2012, contenente “Modifiche ai regolamenti di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernenti la disciplina degli emittenti e la disciplina dei mercati, adottati, rispettivamente, con delibere n. 11971 del 14 maggio 1999 e n. 16191 del 29 ottobre 2007 e successive modificazioni”.

Tale consultazione si svolgeva nell'ambito del processo di studio della regolamentazione volto a razionalizzare la disciplina e favorire l'accesso al mercato per imprese e risparmiatori, meritoriamente avviato dalla Commissione nel marzo del 2011. Il primo ambito d'intervento, in quel documento, riguardava appunto la nozione di emittenti strumenti finanziari diffusi, dove, «al fine di semplificare la disciplina vigente» si ritenne opportuno modificare i criteri per l'individuazione di tali soggetti, innalzando la soglia di applicabilità della disciplina per le società con azionisti diversi dai soci di controllo, da 200 a 500, nella prospettiva di valorizzare il carattere di effettiva diffusione degli strumenti finanziari fra il pubblico.

Pare rilevante sottolineare come, nel corso degli anni, codesta On.le Commissione abbia sempre considerato quindi realmente significativo la diffusione tra il pubblico degli strumenti finanziari per far derivare la qualifica di emittente "diffuso" alla società in questione. E che tale diffusione debba essere oggetto di un'effettiva volontà della società, o dei suoi soci di controllo, di rivolgersi al mercato del capitale di rischio attraverso una sollecitazione che abbia sortito un'effettiva diffusione: diversamente opinando, si potrebbero venire a creare situazioni nelle quali la qualifica di emittente diffuso sia assunta da società in cui vi sia stata un'apertura al mercato solo apparente. Per scongiurare tale pericolo, si dovrebbe pensare a meccanismi diversi, ad es. che la misura minima del 5% di cui alla lett. a) del primo comma dell'art. 2-bis debba essere pesata su un insieme di partecipazioni che non tenga conto di quelle che superino la misura della partecipazione di cui all'art. 120 TUF. Altrimenti si potrebbe dare la possibilità ai soci rilevanti di poter giocare con l'asticella "diffusa sì-diffusa no" a proprio piacimento, con evidenti impatti sulle regole di governo della società stessa e spazio a potenziali abusi.

Ci si permette, in ultimo, di sottolineare che tale novella creerebbe non pochi problemi di diritto intertemporale, in quanto non sarebbe nemmeno chiaro a quando si dovrebbe risalire per valutare "l'esito" della presunta operazione di collocamento e come essa debba essere provata, stante la già prevista libertà di forma.

La soluzione migliore, e più rispettosa, a parere di chi scrive, dell'effettiva volontà del legislatore e di tutela del mercato, è di confermare l'attuale impostazione regolamentare, che andrebbe anzi rafforzata per assicurare che siano considerate diffuse società che abbiano finalizzato un effettivo processo di apertura al mercato, considerando altresì l'ormai molteplice offerta di sistemi di negoziazione per assicurare il *trading* degli strumenti finanziari emessi.

Per tali ragioni, la scrivente società:

- **non condivide** la proposta modifica della seconda alinea del secondo comma dell'art. 2-*bis* del Regolamento Emittenti, attraverso l'introduzione delle parole "a prescindere dal relativo esito", chiedendo che si mantenga il *wording* attuale.

Con osservanza

Go&Com Professionisti Riuniti Srl  
Dott.ssa Giovanna Di Gregorio  
Amministratore Unico  
(firmato digitalmente)