

AVV. PROF. MARIO CERA

STUDIO LEGALE IN MILANO

AVV. PROF. MARIO CERA

ORDINARIO DI DIRITTO COMMERCIALE
NELL' UNIVERSITÀ DI PAVIA

AVV. GIUSEPPE GUASTAMACCHIA

AVV. SIMONA DI VALENTIN

AVV. PAOLO CADILI

AVV. MARIACHIARA CERA

AVV. SERENA BRAVI

PIAZZA DEL LIBERTY, 8 - 20121 MILANO

TEL. +39 0276021098 - FAX +39 02799810

E-MAIL: studiolegale@studiocera.it

AVV. PROF. GAETANO RAGUCCI

ASSOCIATO DI DIRITTO TRIBUTARIO
NELL' UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MILANO

DOTT. MARIA CRISTINA MARRA

Milano, 22 gennaio 2018

Spett.le

Consob - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

Divisione Strategie Regolamentari

Via G.B. Martini, 3

00198 - Roma

on-line per il tramite del SIPE

**Oggetto: osservazioni al documento di consultazione del 24 novembre 2017
- “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”**

Si formulano, di seguito, alcune considerazioni nell'ambito della consultazione in oggetto con specifico riferimento alla proposta modifica del comma 2 dell'art. 2-*bis* Regolamento Emittenti in materia di emittenti strumenti finanziari diffusi presso il pubblico in misura rilevante. In base a detta modifica, i “*limiti*” individuati al comma 1 della medesima disposizione risultano superati, tra l'altro, se 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 ai sensi dell'articolo 34-ter, comma 1, lettera b)*”.

Nel ringraziare codesta on. Autorità per l'opportunità consentita, avendo ricevuto segnalazione della rilevanza di talune implicazioni sistematiche della eventuale modifica, ho ritenuto di formulare le presenti osservazioni.

* * *

1. Indicazioni dalla disciplina di legge: in particolare, l'effettività della diffusione degli strumenti finanziari

L'art. 116, comma 1, t.u.f. demanda alla Consob l'identificazione, con regolamento, dei "*criteri per l'individuazione*" degli "*emittenti strumenti finanziari che, ancorché non quotati in mercati regolamentati italiani, siano diffusi tra il pubblico in misura rilevante*".

Se la legge non definisce direttamente il perimetro di nozione di emittenti diffusi, è vero però che, nella espressione legislativa, si riscontrano i caratteri qualificanti della fattispecie, che sono costituiti dalla (i) diffusione (ii) "*in misura rilevante*" e dalla sussistenza di (iii) un "*pubblico*". I termini utilizzati dal legislatore, per quanto polisemi, sono punto imprescindibile di riferimento da cui muovere per ricostruire i limiti della potestà regolamentare di codesta on. Autorità.

Si deve ritenere, anzitutto, che il richiamo alla rilevanza della diffusione sia descrittivo di una situazione di fatto in cui gli strumenti finanziari siano detenuti da un numero considerevole e adeguato, rispetto alla *ratio* della disciplina, di investitori (in questa prospettiva, recentemente, A. ZANARDO, *Art. 116*, in *Commentario T.U.F. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di F. Vella, t. II, Torino, 2012, p. 1197; per un richiamo al "*grado di dispersione tra il pubblico dei titoli*", v. già P. SFAMENI, *Art. 116*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, t. I, Milano, 1999, p. 697).

La norma primaria pare, infatti, indicare, come linea guida nella elaborazione dei "*criteri*" regolamentari, la ricomprensione fra gli emittenti *ex art. 116 t.u.f.* solo di quelli i cui strumenti finanziari siano oggetto di "*effettiva*" e sufficientemente adeguata, ancorché potenziale, circolazione tra investitori. Ciò, peraltro, anche a prescindere dal volume di negoziazione, cioè dalla frequenza delle transazioni aventi ad oggetto i titoli stessi, che non è di per sé essenziale per configurarne una diffusione.

Il riferimento alla diffusione rilevante conforma anche la nozione di "*pubblico*" sempre richiamata all'art. 116 t.u.f., per cui appare imprescindibile il dato quantitativo della effettiva vastità ed estensione dei soggetti coinvolti (v., sul

punto, A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse in maniera rilevante: una prima analisi del nuovo punto di contatto tra diritto commerciale e diritto dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 829). Si tratta di differenza rispetto ad ulteriori nozioni di “pubblico” rilevanti in altri segmenti dell’ordinamento bancario e finanziario, dove, invece, si prescinde dal dato numerico (com’è per gli intermediari finanziari *ex art. 106 t.u.b.*) ovvero assume rilievo anche la potenzialità del coinvolgimento di un numero vasto di soggetti (com’è, invece, per l’offerta al pubblico).

Nella fattispecie in esame, lo si ripete, il pubblico, inteso come insieme di investitori titolari degli strumenti finanziari, deve esserci e, quindi, essere costituito da un numero sufficientemente significativo e altresì frammentato (dev’essere appunto, quasi tautologicamente, un “pubblico”).

A conferma di questa ricostruzione, vanno richiamati gli obiettivi di tutela sottesi alla disciplina qui in considerazione, nonché la sua evoluzione.

Sotto il primo profilo, lo specifico regime normativo prescritto per gli emittenti diffusi dal t.u.f. risponde all’esigenza di assicurare agli investitori la possibilità di valutare il proprio investimento e, dunque, presuppone che investitori vi siano. D’altronde, esso non si giustificerebbe laddove gli investitori non vi fossero o, comunque, fossero in numero esiguo ovvero rappresentativo di una quota marginale di capitale sociale (come pure, viceversa, di un capitale sociale di importo esiguo).

Occorre anche rammentare che l’art. 116 t.u.f. viene introdotto con il t.u.f. a compensare o coprire il venir meno del potere di quotazione d’ufficio già attribuito alla Consob con riferimento a società a larga base azionaria o con titoli diffusi (si rinvia, per tutti, a P. PISCITELLO, *Articolo 116*, in *Testo Unico della Finanza. Commentario*, diretto da G.F. Campobasso, vol. 2, Torino, 2002, p. 962).

In un’ottica di contemperamento delle differenti esigenze, sarebbe da evitare una estensione indistinta anche a situazioni in cui, effettivamente, non vi fossero ragioni di tutela degli investitori. Non si comprenderebbe, infatti, la *ratio* dell’interesse del legislatore e dell’attenzione dell’Autorità di vigilanza e si incrementerebbero inutilmente i costi di transazione derivanti dallo *status* comunque speciale delle società.

In buona sostanza, la categoria degli emittenti diffusi presuppone, in ogni caso, una effettiva diffusione delle azioni e l’apertura al mercato del capitale sociale, anche quale esito dell’operazione che ha portato la massa degli investitori verso il capitale di rischio dell’emittente. E tale imprescindibile presupposto dovrebbe essere il limite per l’attività regolamentare della Consob.

* * *

2. Significatività della soglia di capitale diffuso e pubblico in relazione alle forme del collocamento

Un accenno merita la scelta già compiuta da codesta on. Autorità per individuare gli emittenti diffusi, vale a dire di considerare anche la quota di capitale oggetto, per l'appunto, di diffusione, che deve essere almeno pari al 5%.

Va constatato che detta soglia è richiamata in varie disposizioni del codice civile e del t.u.f. proprio per indicare una significatività delle situazioni tale da rendere necessario il riconoscimento di specifiche tutele in favore degli azionisti.

Tra queste, risulta, in particolare, quella delineata all'art. 108 t.u.f. e relativa alla detenzione, a seguito di offerta pubblica totalitaria, di una partecipazione almeno pari al 95% del capitale.

Ebbene, l'imposizione di un obbligo di acquistare anche i restanti titoli conferma che, al di sotto della soglia del 5% di capitale pur diffuso, cessa di esistere un "pubblico" e, conseguentemente, l'esigenza di predisporre forme di tutela in suo favore.

Si tratta di indicazione che non può non valere in tema di emittenti diffusi, tenuto conto che la normativa, di fondo o sullo sfondo, per essi richiamata dall'art. 116 t.u.f. è quella degli emittenti quotati e che, come già osservato, la ragione alla base della creazione di questa categoria è delineare una disciplina, se non prodromica, comunque collegabile alla quotazione.

E' vero che quest'aspetto della vigente disciplina degli emittenti diffusi, come la soglia relativa al numero degli azionisti, non verrebbero direttamente incisi dalla proposta di modifica oggetto delle presenti osservazioni.

Ci si permette però di evidenziare il rischio che comunque si pervenga, a seguito di dette modifiche (in particolare con il ritenere neutro l'esito del collocamento), alla ricomprensione fra gli emittenti diffusi di fattispecie in cui manchi una effettiva e significativa diffusione, in relazione al capitale, tenuto conto di quanto *infra* illustrato al paragrafo 4, effetto che, invero, non sarebbe affatto coerente con l'art. 116 t.u.f.

* * *

3. Limiti alla potestà regolamentare della Consob: la necessità di diretta correlazione fra parametri quantitativi e qualitativi

Gli interventi di modifica nel tempo apportati al Regolamento Emittenti ai fini della disciplina della categoria degli emittenti diffusi – nel 1999 (con la prima versione di cui alla delibera 14 maggio 1999, n. 11971), nel 2003 (con la delibera 23 dicembre 2003, n. 14372) e da ultimo nel 2012 (con la delibera 9 maggio 2012, n. 18214) – hanno, sino ad oggi, comunque confermato la necessità, per l’acquisto di detta qualità, di un mercato perlomeno potenziale e di un pubblico effettivo.

La categoria degli emittenti diffusi, in particolare, è stata ricollegata all’effettuazione di operazioni di offerta al pubblico e di collocamento, con la precisazione che la diffusione degli strumenti finanziari deve necessariamente essere l’esito diretto e finale delle stesse operazioni. La previsione regolamentare, testualmente oggi, prevede che i limiti quantitativi si ritengono superati “*soltanto se*” esito di una delle operazioni individuate (cfr. A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Tratt. dir. civ. del Cons. Naz. del Notariato*, diretto da P. Perlingeri, Napoli, 2005, p. 71 ss.).

Quest’impostazione, ove opportunamente confermata, dovrebbe consentire di evitare, attraverso il richiamo alla volontarietà del ricorso al mercato del capitale di rischio, che un soggetto si ritrovi, al contrario, involontariamente assoggettato alla disciplina considerata; ma resta comunque imprescindibile la sussistenza di una diffusione che, per essere rilevante, deve essere attuale ed effettiva, come pure la circostanza che essa sia il portato diretto dell’apertura al mercato dell’emittente.

In buona sostanza, presupposti per la ricomprensione dell’emittente nella categoria degli emittenti diffusi non potrebbero non essere: (i) la diffusione significativa ed effettiva degli strumenti finanziari; (ii) l’effettuazione di operazioni di offerta al pubblico o di collocamento (oltre alle altre situazioni richiamate al comma 2 dell’art. 2-*bis*); (iii) il diretto collegamento fra dette operazioni e la diffusione degli strumenti finanziari, in quanto esito delle prime. Se, in ipotesi, i criteri regolamentari possano anche dare rilevanza preponderante o addirittura esclusiva al profilo quantitativo (com’è stato in una prima fase), non è consentito il contrario, vale a dire l’assegnazione di esclusiva rilevanza al dato soggettivo della volontà di apertura al mercato, come la modifica ora all’esame potrebbe di fatto comportare.

* * *

4. Dubbi di conformità della proposta modifica con l'art. 116 t.u.f.

Nel quadro normativo succintamente delineato, si viene a inserire la proposta modifica qui in esame, alla base della quale vi sarebbero *“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 un basso grado di adesione”*.

Il nuovo comma 2 dell'art. 2-bis Regolamento Emittenti, come detto in principio, intenderebbe chiarire 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”*.

Da considerare, infatti, sarebbe *“la manifestazione storica della volontà dell'emittente (o del socio di controllo) di rivolgersi al mercato, attraverso un'attività di sollecitazione comunque realizzata”*, al pari dei *“casi di società i cui titoli siano stati negoziati in passato negli MTF”*, per cui *“è irrilevante il fatto che il mercato abbia poi cessato la sua operatività”*.

Ci si permette di segnalare, al riguardo, taluni dubbi di conformità con la disciplina di legge (*rectius*: con la sua *ratio*), oltreché di coerenza rispetto a quella regolamentare già emanata da codesta on. Autorità.

In primo luogo e soprattutto, verrebbe meno – peraltro solo per il collocamento – ogni connessione tra effettività della diffusione e apertura volontaria dell'emittente al mercato.

Tale collegamento, come dianzi evidenziato, appare necessario ai fini dell'accertamento della reale apertura al mercato, che, come tale, deve essere voluta, ma anche e soprattutto conseguita e quindi effettiva.

Questo non accade, invece, qualora la *“presenza di un numero rilevante di azionisti” non* discenda *“dall'effettuazione di un'operazione di collocamento”*, atteso che la diffusione potrebbe derivare da situazioni del tutto casuali o comunque pregresse che non giustificano l'assoggettamento dell'emittente a obblighi informativi al mercato e alla vigilanza di codesta on. Autorità.

Se, dunque, il problema è che il numero degli emittenti diffusi è ritenuto, oggi, troppo ridotto, si può condividere la scelta di introdurre correttivi incentivanti nella normativa sin qui vigente, ma pare di dubbia efficacia e soprattutto coerenza sistematica l'opzione di ricomprendere situazioni in cui non si possa intravedere una effettiva apertura al pubblico e, quindi, diffusione.

Non appare calzante nemmeno il richiamo ai “*casi di società i cui titoli siano stati negoziati in passato negli MTF*”, trattandosi di fattispecie non assimilabili. Per queste ultime società, in effetti, la significativa diffusione degli strumenti finanziari è l’esito di una fase, sebbene conclusa, di volontaria apertura da parte dell’emittente, che, come tale, ha già dato luogo alla effettiva diffusione. Così non è per il “*collocamento con un basso grado di adesione*”.

La determinazione di effettuare un collocamento, quand’anche sia rivelatrice della “*manifestazione storica della volontà dell’emittente (o del socio di controllo) di rivolgersi al mercato*”, da sola non può bastare per la qualifica di emittente diffuso, se non è seguita da una effettiva apertura al mercato, nei termini quantitativi richiesti e, se consentito, qualitativi quanto al frazionamento degli investitori, per effetto di tale opzione.

Altrimenti, si perverrebbe all’irragionevole risultato dell’assoggettamento a norme imperative a tutela dei soci e del mercato quale scelta discrezionale dell’emittente o del suo socio di riferimento a seconda delle convenienze degli stessi, ma senza, come già accennato, alcun razionale “di pubblico interesse”.

A questo proposito, i rischi di abusi già segnalati in dottrina con riferimento alla vigente disciplina regolamentare diverrebbero ancora più concreti (v. M. SCIUTO, *Art. 2325-bis*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, t. 1, Milano, 2016, p. 146; G.D. 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 *Riv. soc.*, 2004, p. 869).

Tanto più che prescindere dall’esito del collocamento significherebbe prescindere dall’esistenza stessa di un investimento massivo, la cui tutela è alla base della disciplina degli emittenti diffusi nella prospettiva del t.u.f.

Peraltro, l’endiadi “*in qualsiasi forma realizzato e a prescindere dal relativo esito*”, a cui porterebbe la proposta modifica qui all’esame, finirebbe per estendere la fattispecie anche a situazioni o meglio operazioni che, seppur qualificabili come “collocamento” (si pensi a *placement* selezionati), non potrebbero essere di per sé idonee a realizzare quel ricorso al mercato del capitale (indistinto) di rischio che la legge richiede comunque.

* * *

In definitiva, l’opzione di considerare irrilevante l’esito del collocamento, oggetto della odierna consultazione, si traduce per più versi in una sostanziale obliterazione dei presupposti della diffusione e di tutela del pubblico risparmio,

AVV. PROF. MARIO CERA
STUDIO LEGALE IN MILANO

che non appare affatto coerente con i caratteri qualificanti la nozione di emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, quali voluti dalla normativa primaria e che, si rammenti, l'Autorità è chiamata solo a declinare in via secondaria.

* * *

Si resta a disposizione per fornire ogni chiarimento in merito alle osservazioni formulate.

Con deferenza


avv. prof. Mario Cera