

Comunicazione n. DIN/2049128 del 15-7-2002

inviata allo studio legale ...

Oggetto: Quesito concernente la possibilità di quotare presso la Borsa Italiana s.p.a. azioni emesse da [...X...]

Si fa riferimento alla lettera del ..., pervenuta in data ..., con la quale codesto studio legale, per conto della società di diritto svizzero denominata [...X...], ha chiesto di conoscere " *la posizione ufficiale di questa Ecc.ma Commissione circa il seguente quesito: se, sussistendo i requisiti d'ammissione a quotazione dettati da Borsa Italiana s.p.a., possano essere ammesse a quotazione in Italia le azioni [...X...] tenuto conto che la società svolge e continuerà a svolgere nei termini sopra descritti la propria attività di investimento del proprio patrimonio in strumenti finanziari c.d. "non tradizionali" fuori dal territorio italiano, o se costituiscono viceversa ostacolo a detta quotazione le seguenti circostanze:*

(i) che la durata della società sia indeterminata;

(ii) che le azioni da ammettere a quotazione siano al portatore;

(iii) che la società pur legalmente costituita e operante in Svizzera in conformità alla propria disciplina nazionale, non abbia forma giuridica di fondo speculativo o di SICAV o altra forma eventualmente richiesta dalla legislazione italiana per l'esercizio dell'attività finanziaria."

In proposito, viene osservato da codesto studio legale che, quanto alle questioni sub (i) e (ii), le disposizioni dell'ordinamento italiano - relativamente al necessario carattere nominativo delle azioni nonché alla predeterminazione nello statuto di un termine di durata della società - cfr. art. 74 DPR 600/73 e art. 2328, n. 11 c.c. - risultano inapplicabili al caso di specie.

Si verterebbe, invero, in tema di c.d. "statuto personale" della società, la cui concreta disciplina non può che essere desunta dall'ordinamento dello Stato in cui si è perfezionato il procedimento di costituzione della società.

A conferma dell'assunto, viene rimarcato il tenore letterale delle Istruzioni al regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana s.p.a., in virtù del quale per l'emittente di diritto estero il provvedimento di ammissione a quotazione è subordinato alla conformità dello statuto e degli strumenti finanziari emessi, di cui si richiede la quotazione, alle leggi ed ai regolamenti ai quali l'emittente medesimo (ovvero gli strumenti finanziari emessi) è assoggettato.

Quanto alla questione sub (iii), a dire di codesto Studio legale, il principio sancito all'art. 25 della legge 31 maggio 1995, n. 218, e la conseguente applicabilità alla [...X...] esclusivamente della legge dello Stato (la Svizzera) di "incorporazione", osterebbe alla applicazione delle norme dell'ordinamento italiano in tema di intermediazione finanziaria, anche a voler riconoscere a queste ultime la natura di "regole di mercato".

"E' vero infatti che le regole di mercato in linea di principio sono suscettibili di applicazione anche nei confronti delle imprese straniere, ma ciò a condizione che l'attività caratteristica sia realizzata nel paese ospitante (segnatamente l'Italia)".

Nel caso di specie, però, la circostanza che [...X...] svolga l'attività di investimento del proprio patrimonio all'estero (in Svizzera e attraverso la controllata [...Y...]) escluderebbe l'applicabilità della legge italiana.

Secondo il richiedente, inoltre, l'attività svolta da [...] non risulterebbe violare alcuna riserva di attività dettata dal d.lgs. n. 58/98 " *anche qualora fosse esercitata da una società italiana in Italia*", atteso che:

- la società si limita ad investire il proprio patrimonio in strumenti finanziari c.d. "non tradizionali";
- non è dato rinvenire alcuna "separatezza" tra il patrimonio della società e le "quote di fondi speculativi", che di contro vengono acquistati dalla stessa società esclusivamente " *in nome proprio e nel proprio interesse*";
- la società non collocherebbe presso il pubblico degli investitori quote di fondi speculativi, " *limitandosi ad emettere azioni proprie, secondo modalità che non derogano al principio di fissità del capitale sociale*".

La risposta al quesito sottoposto impone una breve ricognizione dell'impianto normativo esistente nel nostro Paese relativamente ai fondi "speculativi", nonché delle norme di diritto internazionale privato astrattamente applicabile alla fattispecie prospettata.

La normativa italiana sugli "hedge funds".

L'art. 37 del d.lgs. 58/98 assegna al Ministro del Tesoro (ora dell'Economia e delle Finanze) la potestà regolamentare in tema di determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi i fondi comuni di investimento con riguardo, tra l'altro:

all'oggetto dell'investimento; alle categorie di investitori cui è destinata l'offerta di quote; all'eventuale ammontare minimo delle sottoscrizioni.

Al Ministero spetta, inoltre, la potestà la individuazione, sempre in via regolamentare, dei casi in cui è possibile **derogare alle norme prudenziali** di contenimento e di frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia, avendo riguardo **anche** alla qualità e all'esperienza professionale degli investitori.

Il Decreto ministeriale n. 228 del 24 maggio 1999, "attuativo" della delega primaria contenuta nel citato art. 37 d.lgs. 58/98, all'art. 16 ha espressamente introdotto la figura dei "fondi speculativi", disciplinandoli, in quanto all'oggetto dell'investimento, **per così dire in "negativo"** .

E' speculativo (e dunque assoggettato alle particolari prescrizioni contenute nel cit. art. 16) quel fondo (aperto o chiuso) **il cui patrimonio può essere investito in beni diversi** da quelli che possono costituire oggetto di investimento per tutte le altre tipologie di fondi (cfr. art. 4, comma 2, DM 228/99) e, ciò che maggiormente rileva, anche **in deroga alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia**(cfr. provvedimento del 20.9.1999, adottato in esecuzione del disposto primario di cui all'art. 6, comma 1, lett. c) del d.lgs. 58/98).

I fondi speculativi, in ragione della loro intrinseca connotazione in termini di assoluta rischiosità:

- **non possono mai essere oggetto di sollecitazione all'investimento;**
- **devono avere un numero di partecipanti non superiore a 100;**
- **devono prevedere una sottoscrizione minima iniziale pari ad almeno un milione di euro.**

La Banca d'Italia **ha escluso *in nuce* la possibilità per una SGR che intenda promuovere o gestire fondi speculativi di procedere alla promozione o alla gestione di fondi di diversa natura**: cfr. punto 1/D, sez. I, cap. II, provv. BdI del 20 settembre 1999. In nessun caso è consentito ad una SICAV, vale a dire ad una società per azioni a capitale variabile con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni, la istituzione di comparti "dedicati" di tipo speculativo.

Le norme di diritto internazionale privato. Il principio della *lex loci incorporationis*.

L'art. 25 della legge 31 maggio 1995, n. 218, recante norme di " *riforma del sistema di diritto internazionale privato*" così testualmente dispone: " *Le società, le associazioni, le fondazioni ed ogni altro ente, pubblico o privato, anche se privo di natura associativa, sono disciplinati dalla legge dello Stato nel cui territorio è stato perfezionato il procedimento di costituzione. Si applica, tuttavia, la legge italiana se la sede dell'amministrazione è situata in Italia, ovvero se in Italia si trova l'oggetto principale di tali enti. In particolare sono disciplinati dalla legge regolatrice dell'ente: a) la natura giuridica ... c) la costituzione, la trasformazione e l'estinzione; d) la capacità ... g) le modalità di acquisto e di perdita della qualità di associato o socio nonché i diritti e gli obblighi inerenti a tale qualità*".

E' stato in tal modo espressamente introdotto nel nostro ordinamento il principio della *lex loci incorporationis*.

L'oggetto della disciplina demandata alla legge di "incorporazione" è rinvenibile fondamentalmente nella struttura e nella organizzazione interna dell'impresa, segnatamente per quanto concerne il funzionamento degli organi sociali ed i diritti dei soci, vale a dire tutti quei profili che nell'ordinamento statunitense si suole definire nei termini di *internal affairs* della società.

D'altra parte, lo spettro applicativo della legge straniera di origine non può estendersi se non nei limiti della "non contrarietà all'ordine pubblico" (art. 16, l. 218/95) e comunque solo ed esclusivamente nelle ipotesi in cui non si verta in materie disciplinate da norme italiane "imperative di applicazione necessaria", norme queste ultime che prevalgono " *in considerazione del loro oggetto e del loro scopo*" nonostante il richiamo alla legge straniera: art. 17, l. 218/95.

Sono soprattutto le regole poste a tutela del risparmiatore ed in funzione di trasparenza dei mercati finanziari che necessitano di realizzare i loro effetti, a prescindere dalla normativa eventualmente divergente esistente nell'ambito dell'ordinamento in cui la società è stata costituita.

La disciplina normativa contenuta nel d.lgs. 58/98, e cui è assoggettata l'attività di sollecitazione all'investimento, realizzata anche per il tramite della quotazione in un mercato regolamentato, non può non trovare applicazione allorché il messaggio sollecitatorio venga effettuato in Italia, anche per il tramite della quotazione in un mercato regolamentato.

In questa ottica, gli articoli 94 ss. del d.lgs. 58/98, in cui si prevedono obblighi di informazione e comunicazione nei confronti dei soggetti che «sollecitano» investimenti sul mercato italiano si indirizzano a **chiunque** - e dunque anche, a società estere a prescindere da quanto dispone la *lex loci incorporationis* - svolga tali attività di sollecitazione sul territorio italiano.

La applicazione delle norme dettate dall'ordinamento italiano in tema di sollecitazione del pubblico risparmio - a prescindere dalla nazionalità della società e dal luogo di emissione dei titoli azionari - è già stata in passato affermata da questa Commissione. A tal fine l'elemento rilevante è costituito unicamente dal compimento di atti "di sollecitazione" nel territorio della Repubblica.

Analogamente, l'eventuale divieto, contenuto nella normativa italiana, di procedere ad operazioni sollecitatorie relativamente a talune categorie di prodotti finanziari, non potrà che trovare applicazione anche allorquando tali prodotti siano emessi - e intendano essere "sollecitati" - da società straniere.

Applicabilità del divieto di cui all'art. 16 del DM 228/99 alla fattispecie oggetto della presente indagine.

Come sopra ricordato, le quote di fondi comuni speculativi non possono in nessun caso essere oggetto di operazioni sollecitatorie.

L'attività esercitata da [...X...] consiste giustappunto nell'esclusivo investimento in quote di *hedge funds*, ovvero di strumenti finanziari " *non tradizionali*" o " *alternativi*".

Di talché il valore della azione, e dunque dell'investimento effettuato dal socio-risparmiatore, in nessun modo può differenziarsi dal valore dei titoli detenuti dalla Società, e dunque dall'andamento dei fondi speculativi in cui il patrimonio sociale è per intero investito, ciò che sembra attribuire a [...X...] i connotati di una vera e propria "società-prodotto".

L'acquisizione di azioni di [...X...] in nulla sembra differenziarsi -stante l'esclusività dell'oggetto sociale- dall'acquisto delle quote di *hedge funds* dalla Società detenute in portafoglio.

L'applicazione del divieto di sollecitazione contemplato all'art. 16 del DM 228/99 si rende necessaria proprio attesa la sua valenza di norma imperativa, tendente ad evitare che il pubblico dei risparmiatori possa essere raggiunto da messaggi sollecitatori sostanzialmente finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di quote di fondi speculativi, a prescindere dal "mezzo" giuridico (autonomamente e liberamente prescelto secondo la legge dello Stato di incorporazione) e dal veicolo sociale in cui tali quote vengano "racchiuse".

Ne consegue la assoluta incompatibilità con principi cogenti del nostro ordinamento della richiesta di ammissione a quotazione in Italia di una società di diritto svizzero il cui oggetto esclusivo consiste nell'investimento del proprio patrimonio in quote di fondi speculativi.

Necessità dell'esperimento della procedura autorizzatoria ex art. 42, comma 5, del d.lgs. 58/98 e provv. BdI del 31.12.2001.

Sotto altro profilo, va rimarcato che, dalle informazioni fornite a questa Commissione, e concernenti la struttura organizzativa e la concreta attività espletata, [...X...] appare assimilabile ad un organismo di investimento collettivo del risparmio, con la conseguente necessità, al fine di procedere alla commercializzazione delle proprie azioni in Italia, di attivare il procedimento autorizzatorio contemplato all'art. 42, comma 5, del d.lgs. 58/98 e nel provv. BdI del 31.12.2001, recante norme in materia di offerta in Italia di fondi comuni di investimento e sicav estere non rientranti nell'ambito delle direttive 85/611/CEE e 88/220/CEE.

E, infatti, [...X...] svolge, in via esclusiva, un'attività di investimento in strumenti finanziari (quote di *hedge funds*) avvalendosi di una struttura "organizzativa" assolutamente analoga a quella "connotante" gli OICVM (*Investment manager, Investment adviser, custodian*), avvalendosi, altresì, di una banca depositaria per la "custodia" del proprio patrimonio.

Il fine ultimo che connota l'attività della società è costituito dall'incremento dei capitali raccolti presso il pubblico mediante il continuo investimento/disinvestimento in strumenti finanziari del

proprio portafoglio, e dunque la gestione "in monte" del danaro conferito dagli azionisti-risparmiatori, in un ottica di massimizzazione dei rendimenti.

In altre parole, prescindendo dalla formale qualificazione giuridica attribuita a [...X...] dalla normazione della Svizzera, nel cui territorio si è perfezionato il procedimento di costituzione della società, appaiono esistenti nel caso di specie tutti i tratti connotanti la definizione comunitaria di OICVM.

E, d'altra parte, l'art. 1, comma 3, della direttiva n. 85/611, testualmente statuisce che "*Conformemente al diritto nazionale, questi organismi possono assumere la forma contrattuale (fondo comune di investimento, gestito da una società di gestione) o di "trust" ("unit trust") oppure la forma statutaria (società di investimento)*", nel mentre, proprio in ossequio al più volte citato principio della *lex loci incorporationis* è dato leggere all'art. 12 che "*Gli Stati membri determinano la forma giuridica che deve assumere una società di investimento*".

* * *

Le considerazioni svolte "assorbono" le problematiche sottese ai quesiti posti sub (i) e sub (ii), non consentendo al fine di accedere alla ricostruzione svolta da codesto studio legale, attesa la "insensibilità" dello schermo societario prescelto da [...X...] (capitale fisso anziché variabile), ai fini della applicazione della norma imperativa contenuta all'art. 16 del DM 228/99.

IL PRESIDENTE
Luigi Spaventa