

Comunicazione n. DEM/DME/5017297 del 18-3-2005

Inviata all'avv. ... e alla società ...

Oggetto: Richiesta di parere in materia di sollecitazione all'investimento e di emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico

Si fa riferimento alla richiesta di parere preventivo [...] concernente la fattispecie di seguito sintetizzata, consistente nella trasformazione della [...] da società a responsabilità limitata in società per azioni con emissione di azioni di categoria A – destinate ai soci fondatori - e di categoria B – destinate ad essere cedute ai propri clienti farmacisti ed a collaboratori della società. Le azioni di Cat. B avrebbero un limite alla circolazione in quanto cedibili solo a categorie limitate di soggetti (quali farmacisti, dipendenti, amministratori, collaboratori esterni della società) e comporterebbero in capo a detti soggetti l'obbligo di realizzare talune prestazioni accessorie ex art. 2345 c.c. (es. acquisto di un dato quantitativo di merci per i soci farmacisti con sconti e altri vantaggi commerciali, ovvero obblighi di collaborazione con la società). Dette azioni godrebbero inoltre di un privilegio in sede di liquidazione della società e avrebbero un limite statutario di inalienabilità di 2 anni dall'acquisto di ogni azione.

Le azioni di Cat. B sarebbero inizialmente cedute dai soci fondatori nella misura di 6000 azioni, pari al 6% circa del capitale sociale “fino a non oltre 200 persone le quali saranno le uniche contattate per la presentazione dell'offerta di acquisto”. Al termine dell'operazione si avrebbe una società tenuta a redigere il bilancio in forma ordinaria il cui azionariato sarebbe composto dai quattro soci fondatori e da un numero di azionisti non superiore a 200. Secondo quanto affermato, in un futuro non programmato si potrebbe comunque verificare l'ipotesi di un aumento dei soci oltre i 200 soggetti.

In ordine alla suddetta operazione viene richiesto se, a fronte di diverse modalità di diffusione delle azioni, sussistano o meno i presupposti per l'applicazione della disciplina relativa alla sollecitazione all'investimento. Viene inoltre richiesto se la società debba essere qualificata quale emittente strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, tenuto conto dell'ipotesi di esclusione di cui all'art. 2 bis, comma 3, del regolamento Consob n. 11971/99 (regolamento Emittenti).

In relazione alla prima parte del quesito, secondo una prima ipotesi, ai fini dell'offerta delle azioni Cat. B. i destinatari, individuati nominativamente in un apposito elenco predeterminato e formato da un numero massimo di 200 soggetti, verrebbero contattati individualmente tramite un intermediario qualificato (banca) e potrebbero aderire all'offerta sottoscrivendo, ciascuno, un massimo di 3 azioni, caratterizzate, come detto, dalla previsione di prestazioni accessorie a carico dei sottoscrittori e dal vincolo di inalienabilità di 2 anni dall'acquisto.

Secondo quanto indicato nella richiesta di parere la suddetta attività non costituirebbe una sollecitazione all'investimento così come definita dall'art. 1, comma 1, lett. t) del TUF, per i seguenti motivi. In primo luogo detta offerta non potrebbe essere qualificata “pubblica” in quanto, per essere tale, dovrebbe “riguardare un numero *non predeterminato* di soggetti, i cui destinatari siano *soggetti differenziati*, strutturandosi in questo modo l'offerta in *incertam personam*”. Nel caso di specie l'offerta non sarebbe rivolta ad una categoria di soggetti in virtù della loro qualificazione, con individuazione dei singoli destinatari solo a posteriori, ma sarebbe un'offerta rivolta personalmente a soggetti individuati a priori tenuto conto di specifiche caratteristiche personali (essere farmacista, dipendente ecc.) e commerciali (acquistare prodotti dall'[...] o altro).

Non si riscontrerebbe pertanto le caratteristiche di un'offerta al pubblico, così come individuate anche dalla giurisprudenza nella sentenza della Pretura di Roma 8.5.1984 richiamata nella richiesta di parere, in quanto l'offerta sarebbe rivolta a soggetti determinati a priori, la cui individuazione non può subire alcuna modifica ed il singolo oblatore è scelto tenuto conto dell'*intuitus personae*, in funzione di un insieme di caratteristiche personali e commerciali.

Per tali motivi la suddetta offerta sarebbe un'offerta privata e come tale esente dalla normativa in materia di sollecitazione all'investimento. Da ultimo, tenuto conto delle suddette considerazioni, nella richiesta di parere si chiede di confermare che tale conclusione possa essere estesa anche all'ipotesi in cui l'offerta sia inviata ad un "numero superiore a 200 soggetti, potendo quindi i soci offerenti predisporre un elenco per esempio di 500 o più clienti-farmacisti, scelti sempre sulla base delle caratteristiche sopra indicate".

Secondo la suddetta nota inoltre, a tale fattispecie potrebbe affiancarsi una ulteriore modalità di offerta delle azioni svolta mediante contatti diretti e personali dei soci offerenti con singoli soggetti, e quindi mediante una trattativa personale delle parti. In tale caso sarebbe esclusa l'esistenza di un "pubblico" a cui l'offerta stessa sarebbe rivolta. Conseguentemente nel caso in cui i soci offerenti volessero trattare la cessione delle azioni mediante trattative personali e dirette, queste sarebbero escluse dalla normativa sulla sollecitazione, anche se nel contempo si svolgesse il contatto con altri soggetti attraverso le modalità precedentemente descritte.

Nella medesima richiesta di parere si sostiene inoltre l'ipotesi della non qualificabilità quale strumento finanziario di una azione con prestazioni accessorie (quali, come detto, l'obbligo per i farmacisti di acquistare un certo quantitativo di merci a cui "corrisponde uno sconto rispetto ai normali listini o altri vantaggi commerciali"), caratterizzata inoltre dal divieto di cessione per periodo di due anni, nonché dalla circostanza che verrebbe ceduto, per ciascun sottoscrittore, un numero di azioni non superiore a tre. Tali caratteristiche dell'operazione, volte a creare una sinergia fra la [...] e i propri clienti, escluderebbero la riconducibilità delle suddette azioni alla nozione di prodotto finanziario, in quanto mancherebbero quegli elementi – rappresentati, secondo quanto affermato, dall'esclusivo impiego di capitali, dall'aspettativa di un rendimento correlato a tale investimento e dal rischio finanziario ad esso connesso - necessari ai fini di individuare la natura finanziaria dell'investimento.

Tale interpretazione sarebbe suffragata, secondo la richiesta di parere, anche da una precedente comunicazione Consob (com. DEM/127182 del 12.4.01) con la quale si escludeva la natura finanziaria di un impiego in relazione all'acquisto di azioni di una società cooperativa, la cui ratio ricorrerebbe anche nel caso ora in esame. Sulla base di tale comunicazione pertanto, escludendosi la natura finanziaria dell'investimento, l'offerta potrebbe essere rivolta anche ad un numero di soggetti superiore a 200, senza che sia necessario ottemperare alle disposizioni in materia di sollecitazione all'investimento.

Con riferimento alla sollecitazione all'investimento viene infine precisato che, qualora la Commissione non condivida l'interpretazione sostenuta, l'offerta verrebbe rivolta esclusivamente ad un numero di soggetti inferiore a 200, preventivamente individuati, con conseguente applicabilità dell'esenzione dei cui all'art. 33, comma 1, lett. a) del citato reg. n. 11971/99.

Da ultimo la richiesta di parere si sofferma sulla possibile qualifica della società quale emittente azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, ai sensi dell'art. 2-bis del regolamento Consob n. 11971/99.

* * *

Con riferimento alla fattispecie sopra descritta, così come rappresentata nella sua interezza, si fa presente che la stessa appare riconducibile ad una fattispecie di sollecitazione all'investimento, alla quale peraltro, nel caso in cui la stessa sia rivolta ad un numero di soggetti inferiore a 200, si applica, come affermato nel parere medesimo, l'esenzione di cui al menzionato art. 33, comma 1, lett. a) del regolamento Emittenti.

Si ritiene infatti che qualora la stessa sia rivolta ad un numero di soggetti superiore a 200, non possano condividersi le affermazioni sostenute nella richiesta di parere per le motivazioni che seguono.

In primo luogo la circostanza che i destinatari della sollecitazione non siano soggetti indifferenziati, ma predeterminati in quanto appartenenti a determinate categorie (quali i farmacisti) non esclude di per sé, come si è avuto modo di affermare anche in precedenti comunicazioni, che l'offerta effettuata sia pubblica. Ciò in quanto la stessa, ancorché rivolta singolarmente a ciascun destinatario, è un'offerta standardizzata,

effettuata tramite posta da un intermediario finanziario nei confronti di una serie di soggetti individuati in funzione della loro appartenenza ad una categoria molto ampia, caratteristiche tutte che lasciano sottintendere il carattere pubblico ed *in incertam personam* dell'operazione stessa.

La sola ipotesi di esclusione dall'applicabilità della normativa in materia di sollecitazione all'investimento può discendere pertanto, esclusivamente dal numero dei soggetti oblati, potendo trovare applicazione solo qualora gli stessi siano meno di 200. La vigente normativa, infatti prevedendo una specifica esenzione in relazione a tale fattispecie numerica, lascia presumere che un'offerta effettuata con modalità standardizzate nei confronti di oltre 200 soggetti sia comunque un'offerta pubblica e non risulta sufficiente, per escluderne la pubblicità, la mera appartenenza dei destinatari ad una categoria predeterminata e la circostanza che gli stessi siano contattati singolarmente.

Il quesito si sofferma poi sull'ipotesi dello svolgimento, da parte dei soci originari, di trattative personali nei confronti di soggetti terzi per la cessione di azioni. Le trattative personali, in quanto tali, sarebbero - secondo quanto affermato nel quesito - escluse dall'ambito di applicazione della normativa in materia di sollecitazione e potrebbero pertanto essere effettuate contemporaneamente al collocamento delle azioni come precedentemente descritto.

Con riguardo a tale fattispecie si premette che se da una parte le trattative personali possono costituire una fattispecie non rilevante ai fini dell'applicazione della normativa di riferimento, va considerato che laddove le stesse siano effettuate contestualmente ad altre attività rilevanti (quali anche un collocamento di azioni rivolto a meno di duecento soggetti e come tale esente dall'applicazione della normativa), le due fattispecie devono comunque essere considerate unitariamente ai fini di una valutazione complessiva dell'attività posta in essere. Ad esito di tale valutazione complessiva le due attività, ancorché singolarmente non rilevanti potrebbero assumere una diversa configurazione laddove considerate nell'ambito di un disegno unitario, che coinvolga oltre 200 soggetti. Analogamente, l'ipotizzato allargamento dei soci ad oltre 200 soggetti, in tempi successivi ad oggi non previsti, potrebbe comunque assumere rilevanza ai fini dell'applicabilità della normativa di cui trattasi qualora le successive operazioni di collocamento siano poste in essere in un arco temporale circoscritto, consentendo di ravvisare nella successione delle singole operazioni un disegno unitario volto a raggiungere l'obiettivo dell'allargamento della base azionaria della società.

Quanto infine alla riconducibilità delle azioni oggetto dell'offerta, contraddistinte dalle prestazioni accessorie sopra descritte, alla nozione di strumento finanziario, la richiesta di parere, come detto, volge ad escludere la finanziarietà dell'investimento, e quindi l'applicabilità delle disposizioni in materia di sollecitazione, fondando la propria interpretazione sulla precedente comunicazione Consob n. DEM/1027182 del 12.4.2001.

Tale comunicazione, richiamata nella richiesta di parere a suffragio della propria interpretazione, si riferiva ad una fattispecie del tutto particolare in cui le azioni oggetto del quesito erano emesse da una società cooperativa operante nel settore della produzione e distribuzione del gas e dell'acqua nei confronti della cittadinanza. In tale caso, in considerazione della natura della società emittente, del tipo di attività svolta, dello scopo mutualistico che caratterizza, almeno in parte, le cooperative, riflesso anche nello statuto della società stessa, tenuto conto altresì del modesto investimento massimo consentito per ciascun utente nonché del regime e dei limiti alla distribuzione degli utili a cui era sottoposta la società, si era ritenuto preponderante il profilo di utilità sociale rispetto alle finalità di natura lucrativa correlate all'operazione stessa. Per tali considerazioni si era pertanto ritenuto che fosse applicabile l'esenzione di cui all'art. 33, comma 1, lett. d) del regolamento Emittenti, in base al quale le disposizioni in materia di sollecitazione all'investimento non si applicano "alle sollecitazioni finalizzate al reperimento di mezzi per lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale".

Con riferimento alla fattispecie ora in esame non appare invece possibile giungere alle medesime conclusioni. Ciò in quanto non si ravvisano sussistere i presupposti per riconoscere nell'attività svolta dall'[...] e nelle finalità dell'allargamento della propria base azionaria, lo scopo non lucrativo presupposto per l'applicabilità dell'esenzione da ultimo menzionata (art. 33, comma 1 lett. d) reg. Emittenti). Anche dal punto di vista dei sottoscrittori, si ravvisa infatti la tipica aspettativa di rendimento economico a fronte

dell'investimento effettuato, rappresentata sia dall'eventuale utile distribuito dalla società, sia in termini di sconto o altro vantaggio economico connesso alle prestazioni accessorie, sia infine, ancorché sia previsto un periodo di inalienabilità, dalla possibile cessione delle azioni stesse alla scadenza del suddetto periodo. Infine resta correlato a detto impiego il rischio finanziario tipico di ogni investimento in azioni.

Per i suddetti motivi non appare pertanto possibile escludere che l'offerta delle suddette azioni, ove rivolta ad oltre 200 soggetti anche con modalità e in tempi differenziati, costituisca una sollecitazione all'investimento in relazione alla quale, conseguentemente, troverà piena applicabilità la relativa normativa di riferimento.

* * *

Con riguardo infine ai quesiti posti nei par. 5 e seguenti del quesito, relativi alla esclusione della qualifica di azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante per la società aventi azioni con prestazioni accessorie (par. 5.2) ovvero con limiti alla circolazione di fonte pattizia inserite in statuto con efficacia reale (par.5.3) si rammenta che la questione è disciplinata dal terzo comma dell'art. 2bis del Regolamento Consob 11971/1999, in base al quale *“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 (...)”*.

Al riguardo appare utile evidenziare che, sulla base del comma citato, non si considerano emittenti diffusi quegli emittenti la cui totalità delle azioni è soggetta a limiti legali alla circolazione. Pertanto, qualora il capitale sociale di un emittente sia composto solo in parte da azioni aventi tali limiti, il riscontro delle caratteristiche indicate dal primo comma lett. a) del citato art. 2-bis (azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a 200 che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%) deve, comunque, essere effettuato escludendo da tale computo le azioni soggette ai citati limiti legali alla circolazione.

Con riferimento alle tipologie di azioni aventi limiti alla circolazione, si rappresenta che gli emittenti azioni con prestazioni accessorie non si considerano emittenti diffusi, ai sensi del citato articolo 2bis, in quanto l'art. 2345, secondo comma, del Codice Civile, pone direttamente un limite legale alla circolazione di tali azioni, stabilendo che queste *“non sono trasferibili senza il consenso degli amministratori”*. Si rammenta inoltre che, ai sensi del primo comma del citato art. 2345 C.C., sono invece demandate all'atto costitutivo le determinazioni inerenti *“la durata, le modalità e il compenso”* delle stesse prestazioni accessorie, nonché le *“sanzioni per il caso di inadempimento”*.

Viceversa, i limiti alla circolazione delle azioni disciplinati dall'art. 2355-bis C.C. non rilevano ai fini dell'esclusione della natura di emittente diffuso; in tale caso, pur essendo tali limiti previsti da una norma codicistica, infatti, è lo statuto che pone direttamente il limite alla circolazione delle azioni ed indica a quali *“particolari”* condizioni il loro trasferimento è sottoposto.

Pertanto, nel caso rappresentato da codesta società, qualora le azioni da destinare ai clienti farmacisti ed agli altri collaboratori della società (categoria B) siano caratterizzate da prestazioni accessorie ai sensi dell'art. 2345 CC, codesta società sarà considerata un emittente azioni diffuse ove le rimanenti azioni siano ripartite tra un numero di soggetti diversi dai soci di controllo in numero superiore a 200 che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%, fermo restando il possesso degli altri requisiti previsti dal citato art. 2-bis del Regolamento Consob 11971/1999.

p. IL PRESIDENTE
Enrico Cervone