

ALMA MATER STUDIORUM - UNIVERSITÀ DI BOLOGNA

DOTTORATO DI RICERCA IN SCIENZE GIURIDICHE

CICLO XXXII

SETTORE CONCORSUALE: 12/B1

SETTORE SCIENTIFICO DISCIPLINARE: IUS/04

I MERCATI DI CRESCITA PER LE PMI

PRESENTATA DA: FEDERICO FORNASARI

Coordinatore dottorato

Chiar.mo Prof. Renzo Orlandi

Supervisore

Chiar.mo Prof. Alberto Musso

ESAME FINALE ANNO 2021

Ai miei genitori

SOMMARIO

INTRODUZIONE

CAPITOLO PRIMO

L'INTRODUZIONE DEI MERCATI DI CRESCITA NELL'ORDINAMENTO EUROPEO

| | |
|--|----|
| 1.1. Introduzione..... | 14 |
| 1.2. Difficoltà di accesso al credito, problemi macroeconomici e possibili soluzioni | 16 |
| 1.3. La creazione dei mercati di crescita per le PMI | 20 |
| 1.4. L'Unione dei mercati dei capitali ed i suoi obiettivi macroeconomici | 24 |
| 1.5. Mercati di crescita per le PMI e Unione dei mercati dei capitali | 29 |
| 1.6. Le iniziative regolamentari successive alla mid-term review dell'Unione dei mercati dei capitali..... | 32 |
| 1.7. Conclusioni..... | 34 |

CAPITOLO SECONDO

LA REGISTRAZIONE DEI MERCATI DI CRESCITA

| | |
|--|----|
| 2.1. Introduzione..... | 36 |
| 2.2. Le sedi di negoziazione nella Mifid II..... | 38 |
| 2.2.1. La nuova tassonomia delle sedi di negoziazione..... | 39 |
| 2.3. I mercati di crescita per le PMI | 47 |
| 2.4. Le funzioni dei mercati di crescita | 49 |
| 2.5. In generale: la registrazione come mercato di crescita..... | 53 |
| 2.5.1. Regole, sistemi e procedure..... | 55 |
| 2.5.2. Definizione PMI e quantità di PMI ammesse alle negoziazioni | 58 |
| 2.5.3. La definizione delle PMI che non emettono strumenti di capitale ammessi alle negoziazioni sui mercati di crescita | 64 |
| 2.5.4. Il calcolo del 50%..... | 67 |
| 2.5.5. Mantenere il requisito del 50%?..... | 69 |
| 2.5.6. Strumenti finanziari che possono essere ammessi alle negoziazioni | 70 |
| 2.5.7. Prospetto | 71 |
| 2.5.8. Diffusione delle informazioni | 74 |
| 2.5.9. Abusi di mercato | 77 |
| 2.5.10. Liquidità | 78 |
| 2.6. La natura minimale dei requisiti | 79 |
| 2.7. Il processo di registrazione..... | 80 |
| 2.8. Revoca della registrazione..... | 82 |
| 2.9. Dual listing | 84 |
| 2.10. Conclusioni..... | 86 |

CAPITOLO TERZO
LA DISCIPLINA DI DIRITTO SOCIETARIO

| | |
|---|-----|
| 3.1. Introduzione..... | 87 |
| 3.2. Il rapporto con le società quotate sui mercati regolamentati..... | 90 |
| 3.3. Le caratteristiche qualificanti delle società quotate..... | 99 |
| 3.3.1. Il recesso..... | 103 |
| 3.3.2. Le decisioni circa il <i>listing</i> ed il <i>delisting</i> | 115 |
| 3.4. Il regolamento del mercato dell'AIM..... | 123 |
| 3.4.1. L'inserimento di clausole statutarie | 124 |
| 3.5. Sanzioni del mercato di crescita e responsabilità del c.d.a. per il mancato rispetto del regolamento | 127 |
| 3.6. Conclusioni..... | 129 |

CAPITOLO QUARTO
LA DISCIPLINA DELL'INFORMAZIONE

| | |
|---|-----|
| 4.1. Introduzione..... | 130 |
| 4.2. Il regolamento prospetto..... | 134 |
| 4.2.2. I casi in cui non è necessario pubblicare un prospetto | 140 |
| 4.2.3. Le emissioni secondarie | 143 |
| 4.2.4. Il passaggio al mercato regolamentato | 146 |
| 4.2.5. La responsabilità per le informazioni fornite in sede di ammissione..... | 147 |
| 4.3. Informazioni privilegiate e abusi di mercato..... | 153 |
| 4.4. L'informazione relativa alle partecipazioni rilevanti | 158 |
| 4.5. Relazione finanziaria | 164 |
| 4.6. Conclusioni..... | 165 |

CAPITOLO QUINTO
LA DISCIPLINA DELL'O.P.A. OBBLIGATORIA STATUTARIA

| | |
|---|-----|
| 5.1. Introduzione..... | 166 |
| 5.2. Le norme applicabili alle società quotate sull'AIM Italia..... | 169 |
| 5.3. La previsione dell'o.p.a. obbligatoria nel regolamento emittenti di Borsa Italiana | 170 |
| 5.4. Le ragioni della clausola..... | 176 |
| 5.5. L'obbligo di o.p.a. statutario | 184 |
| 5.5.1. L'introduzione della clausola ed il diritto di recesso | 187 |
| 5.6. La proposizione dell'offerta ed il procedimento d'offerta | 190 |
| 5.6.1. La mancata proposizione dell'offerta e la sterilizzazione del voto | 193 |
| 5.6.2. L'accertamento del superamento della soglia e la sospensione del diritto di voto | 197 |
| 5.7. L'"autorità" di supervisione dell'offerta: il Panel | 201 |
| 5.7.1. I poteri di amministrazione dell'offerta..... | 205 |

| | |
|--|-----|
| 5.7.2. Il Panel come “consulente” | 209 |
| 5.7.3. Il Panel come giudice delle controversie..... | 210 |
| 5.8. Conclusioni..... | 212 |

CONCLUSIONI

| | |
|---------------------|-----|
| BIBLIOGRAFIA | 217 |
| GIURISPRUDENZA..... | 238 |
| ABSTRACT..... | 240 |
| RINGRAZIAMENTI..... | 242 |

INTRODUZIONE

La Mifid II ha introdotto nell'ordinamento comunitario i mercati di crescita per le PMI: sistemi multilaterali di negoziazione il cui regolamento rispetta requisiti aggiuntivi che possono essere registrati come mercati di crescita dalle autorità di vigilanza nazionali. I mercati di crescita sono deputati a svolgere una funzione di *listing* (intesa in senso economico, cioè ad ospitare offerte primarie da parte di emittenti che rispettino determinati requisiti) ed a favorire l'accesso ai mercati dei capitali da parte delle PMI. Infatti, soprattutto dopo la crisi finanziaria del 2007-2008, il sistema di finanziamento dell'attività di impresa prevalentemente bancocentrico ha dimostrato limiti nella capacità di finanziare l'attività produttiva e di estendere credito alle PMI. Inoltre, lo *status* di società quotata (anche su di un mercato di crescita) comporta la diffusione di maggiori informazioni ed il rispetto di determinate pratiche di *governance*, associandosi pertanto anche ad un minor costo del credito bancario. La funzione dei mercati di crescita rispetto al finanziamento agisce quindi ad ampio spettro, ma non concerne solamente l'allargamento delle opzioni disponibili.¹ L'esistenza di un mercato dei titoli (azionari) liquido dovrebbe infatti favorire l'investimento nel capitale delle società perché garantisce una valida opzione di *exit* per i fondi di *venture capital* e *private equity*. Infine, i titoli liquidi² possono essere utilizzati come strumento di

¹ Al contrario, l'accesso al mercato azionario, se considerato a livello aggregato e nel medio termine, potrebbe sottrarre risorse alle società piuttosto che contribuirne, qualora si tengano in considerazione la distribuzione di dividendi e l'acquisto di azioni proprie. Relativamente al contesto americano, generalmente considerato un sistema sviluppato di *market based finance*, Lazonick afferma in maniera netta: «conventional wisdom has it that the primary function of the stock market is to raise cash for companies for the purpose of investing in productive capabilities. The conventional wisdom is wrong», W. LAZONICK, *The functions of the stock market and the fallacies of shareholder value*, Working paper n. 58, Institute for New Economic Thinking, 2017, 3, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com, 2. Sul rapporto fra quotazione e finanziamento degli emittenti si vedano anche C. MAYER, *New issues in corporate finance*, in *European Economic Review* 1988, 32, 1167 ss.; J. CORBETT-T. JENKINSON, *The finance of industry: an international comparison*, in *Journal of the Japanese and International Economy*, 1996, 10, 71 ss.; F. ALLEN-D. GALE, *Comparing financial systems: a survey*, Cambridge Mass., MIT Press, 2001.

² La liquidità di uno strumento finanziario può essere definita come «ability to buy or sell a product in a desired quantity and at a desired price and time without materially impacting the product's price», IOSCO, *Examination of Liquidity of the Secondary Corporate Bond Markets*. Final

remunerazione del *management* e come moneta nelle operazioni di fusione ed acquisizione.³

Utilizzando la terminologia di Lazonick⁴, possiamo riassumere le accennate *funzioni* che il mercato svolge, oltre a quella di finanziamento, in quelle relative alla trasmissione del controllo, alla creazione di nuove società, alla creazione di moneta per procedere a fusioni ed acquisizioni e tramite cui poter remunerare gli amministratori ed i *manager* in generale.⁵

Per quanto riguarda la funzione di trasmissione del controllo la quotazione consente di monetizzare parte dell'investimento. Per di più, la parziale separazione fra proprietà e controllo (*rectius* per il contesto italiano, l'ingresso nella compagine sociale di soci estranei all'azionista di maggioranza) dovrebbe favorire la formazione di una classe manageriale, che potrebbe permettere da un lato l'innovazione all'interno del contesto aziendale e dall'altro di superare logiche dinastiche e familistiche nell'occupazione dei posti di comando che nuocciono allo sviluppo delle capacità produttive.

Simili considerazioni possono essere svolte per quanto riguarda la funzione di creazione di società. L'esistenza di un mercato liquido dove società anche di modeste dimensioni possano quotarsi favorisce l'investimento – anche di soggetti specializzati come i fondi di private equity e venture capital – in una società che ha

report, 2017 disponibile al sito <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD558.pdf>, 2. Sul punto si vedano anche D. GABOR-J. VESTERGAARD, *Chasing unicorns: the European single safe asset project*, in *Competition & change*, 2018, 144; T. FOUCAULT-M. PAGANO-A. RÖELL, *Market liquidity: theory, evidence and policy*, Oxford, Oxford University Press, 2013.

³ U. CELIKYURT-M. SEVILIR-A. SHIVDASANI, *Going public to acquire? The acquisition motive in IPOs*, in *Journal of financial economics*, 2010, 96, 345 ss.

⁴ W. LAZONICK, nt. 1, 3.

⁵ Che queste siano le diverse funzioni che il mercato azionario riveste e per cui le società dovrebbero essere interessate alla quotazione è sostanzialmente riconosciuto anche da Borsa Italiana, quando elenca le ragioni per cui quotarsi sull'AIM: «— raccogliere importanti risorse finanziarie per accelerare lo sviluppo della tua società;

— diversificare le fonti di finanziamento, riducendo la dipendenza dal sistema del credito;

— utilizzare le azioni come moneta per acquisizioni e alleanze strategiche;

— dare un valore oggettivo e trasparente alla tua azienda;

— dare flessibilità e liquidità all'azionariato consentendo ad alcuni soci di liquidare, in tutto o in parte, la loro partecipazione;

— motivare e coinvolgere il management nei risultati della tua impresa;

— aumentare lo *standing* e la visibilità della tua società.», BORSA ITALIANA, *AIM Italia*,

disponibile

all'indirizzo

https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/pubblicazioni/pubblicazioni/aimitalia_pdf.htm, 2.

prospettive di crescita. La possibilità di cedere gli strumenti finanziari in sede di offerta iniziale rende l'investimento più appetibile.

Infine, la liquidità dei titoli quotati sul mercato dovrebbe consentire di utilizzarli come moneta di scambio per procedere ad acquisizioni oppure per remunerare il management, senza dover adoperare risorse liquide nella disponibilità della società. Operazioni di acquisizione potrebbero permettere di differenziare l'attività sociale oppure di integrare differenti fasi del processo produttivo, oltre a realizzare economie di scala. Le maggiori dimensioni potrebbero altresì permettere di effettuare investimenti, anche in ricerca e sviluppo, accrescendo la competitività dell'attività d'impresa.

Affinchè il mercato azionario possa svolgere queste funzioni è necessario assicurare non solo il buon funzionamento del mercato primario, ma anche di quello secondario, ove avviene la grande maggioranza degli scambi.⁶ Oltre ad essere più rilevante da un punto di vista quantitativo, la liquidità del mercato secondario costituisce un elemento imprescindibile per il successo delle emissioni sul mercato primario ed affinché l'aumento delle potenziali fonti di finanziamento per le PMI si traduca effettivamente in una riduzione dei costi del capitale.

Premesso che queste possono essere le diverse *funzioni* svolte dal mercato azionario, le *ragioni* per cui le singole società *decidono di quotarsi* dipendono dal contesto storico-economico, oltre che da fattori specifici propri del singolo emittente.

Gli studi empirici svolti per il contesto italiano, d'altra parte, hanno dimostrato che la decisione di quotarsi non è generalmente associata alla necessità o all'intenzione di finanziare investimenti per lo sviluppo dell'attività d'impresa.⁷ In

⁶ Sulle cui dinamiche si veda S. OMAROVA, *New tech v. New Deal: fintech as a systemic phenomenon*, in *Yale Journal on Regulation*, 2019, 36, 756-59.

⁷ Il fatto che i proventi derivanti dalla quotazione non servano per finanziare investimenti che, secondo quanto affermato dai documenti europei analizzati in seguito, dovrebbero contribuire ad aumentare lo *stock* di capitale e stimolare la crescita e l'occupazione, rende la logica sottostante a favorire la quotazione più complessa e non completamente lineare. In altri termini, le funzioni che il mercato azionario svolge per le società quotate possono favorire gli investimenti, ma la connessione non è diretta. Per fare un esempio banale, se la quotazione viene utilizzata dall'azionista di controllo per diversificare il suo portafoglio o comunque monetizzare parte della propria partecipazione questo potrebbe favorire gli investimenti nel periodo anteriore alla quotazione. Infatti, se l'azionista di controllo ritenesse che effettuare determinati investimenti permetterebbe di

un'analisi condotta rispetto alle società che si quotano sul mercato regolamentato italiano⁸, Pagano, Panetta e Zingales rilevano – peraltro conformemente a quanto scoperto rispetto ad altri Stati europei⁹ - che le società non accedono al mercato azionario per finanziare futuri investimenti, ma piuttosto si quotano dopo un periodo di crescita ed investimenti per stabilizzare il proprio bilancio. Gli Autori scoprono inoltre che il costo del credito bancario per le imprese quotate è minore e che la quotazione è seguita da un tasso anormale di cambio del controllo o, quanto meno, di modifica della consistenza della partecipazione dell'azionista di controllo.¹⁰

La creazione dei mercati di crescita dovrebbe consentire anche alle società di minori dimensioni di accedere al mercato azionario e di poter approfittare di queste potenzialità, contribuendo ad aumentare gli investimenti e l'occupazione nell'economia europea. Per quanto la creazione dei mercati di crescita pre-dati di un anno il lancio dell'Unione dei mercati dei capitali, essa si inserisce pienamente in questo progetto. Infatti, le iniziative legate all'Unione dei mercati dei capitali rispondono un progetto macroeconomico, relativo sia all'incentivo agli investimenti che alla condivisione privata dei rischi in una unione economica e monetaria, in assenza di un bilancio federale che possa assorbire *shock* macroeconomici asimmetrici. In teoria, i mercati di crescita dovrebbero concorrere, insieme ad altre iniziative regolamentari, a raggiungere entrambi gli obiettivi.

Al fine favorire la creazione dei mercati di crescita, il legislatore europeo ha disegnato un regime regolamentare articolato, cercando di bilanciare due differenti esigenze, potenzialmente in contrasto fra loro. Da un lato, assicurare un determinato

aumentare il prezzo delle azioni in sede di IPO, allora la possibilità di cedere le azioni al momento dell'IPO potrebbe rendere più probabile tali investimenti, ma la connessione non è automatica.

⁸ È necessario essere cauti rispetto all'estensione delle considerazioni svolte per le società che si quotano su di un mercato regolamentato a quelle che si quotano su di un sistema multilaterale di negoziazione o di un mercato di crescita per le PMI. Le seconde, infatti, hanno tendenzialmente dimensioni minori e devono ancora sviluppare, almeno parzialmente, il proprio *business*.

⁹ In relazione alla Spagna, si veda S.B. PLANELL, *Determinantes y efectos de la salida a Bolsa en Espana: un analisis empirico*, Centro de estudios monetarios y financieros, Working paper, 1995. In relazione alla Svezia, si veda K. RYDQVIST-K. HÖGHOLM, *Going public in the 1980s: evidence from Sweden*, in *European financial management*, 1995, 287 ss.

¹⁰ M. PAGANO-F. PANETTA-L. ZINGALES, *Why do companies go public? An empirical analysis*, in *The journal of finance*, 1998, 61-62.

livello di trasparenza e di tutela degli azionisti in modo da favorire l'investimento in queste società e garantire fiducia nell'integrità del mercato. Dall'altro lato, ridurre gli oneri regolamentari, che pesano in misura sproporzionata sugli emittenti di minori dimensioni e scoraggiano la quotazione, nonché evitare di ridurre in maniera eccessiva il potere dei soci di controllo, che decidono in prima istanza sulla quotazione. Questa contrapposizione, peraltro, si sviluppa all'interno di una cornice più ampia: l'obiettivo di omogeneizzare il più possibile a livello europeo la disciplina di questi mercati, in modo da renderli "riconoscibili" e di favorire l'investimento transfrontaliero. La creazione dei mercati di crescita cerca espressamente di coniugare queste due esigenze in maniera più elastica rispetto a quanto previsto per i mercati regolamentati, ma garantendo livelli di trasparenza più elevati rispetto a quanto richiesto dai singoli sistemi multilaterali di negoziazione.

Considerate anche le differenze esistenti nei diversi stati europei, il legislatore europeo ha creato un regime regolamentare composito, in parte basato su strumenti normativi (regolamenti, direttive) ed in parte delegando in maniera "obbligatoria" il regolamento del mercato ad imporre alle società ammesse determinati requisiti. Il regolamento del mercato deve infatti richiedere che gli emittenti ammessi alle negoziazioni forniscano informazioni e rispettino determinati requisiti affinché il sistema multilaterale di negoziazione possa essere registrato come mercato di crescita. Questa architettura, mentre sicuramente permette un miglior adattamento ai contesti nazionali, genera notevoli problematiche interpretative e rischia di creare regimi disomogenei fra i diversi mercati di crescita europei, pregiudicando la creazione di un *level playing field* fra i diversi mercati di crescita.

Proprio l'architettura regolamentare complessa rende pressochè impossibile analizzare le singole disposizioni previste per gli emittenti in maniera separata e settoriale. Un'analisi olistica della struttura regolamentare e delle diverse disposizioni dettate per gli emittenti consente invece di individuare eventuali principi sottostanti alle disposizioni (per esempio, per individuare limiti al contenuto del regolamento del mercato) e di valutare se determinate disposizioni

dettate per le società quotate sui mercati regolamentati possano essere applicate analogicamente.

L'obiettivo della tesi è ricostruire criticamente l'architettura regolamentare e risolvere i dubbi e le incertezze che questa disciplina presenta per l'interprete. Lo scritto si focalizza dunque sulla disciplina degli emittenti i cui titoli sono ammessi alle negoziazioni sui mercati di crescita, al fine di vagliare come il legislatore europeo abbia effettuato il bilanciamento fra le diverse esigenze evidenziate in precedenza e ricostruire il regime a cui queste società sono sottoposte. Considerato anche il successo che l'unico sistema multilaterale attualmente registrato in Italia come mercato di crescita (AIM Italia, destinato ai titoli azionari) ha riscontrato negli ultimi anni (la larghissima maggioranza delle ammissioni alle negoziazioni sono avvenute su questo mercato e non sul mercato regolamentato¹¹), nonché il continuo e rinnovato interesse che il legislatore europeo mostra per queste sedi di negoziazione, l'analisi si concentrerà sulle società con azioni ammesse alla negoziazione, per quanto sui mercati di crescita possano essere scambiati anche strumenti di debito. Lo studio si sviluppa come segue.

Il primo capitolo approfondisce l'evoluzione storica e istituzionale dei mercati di crescita per le PMI e gli obiettivi che il legislatore europeo si prefigge di raggiungere. Si chiariranno pertanto le argomentazioni accennate in precedenza e si metterà in evidenza come l'obiettivo di creare un ecosistema normativo che possa assolvere ai compiti dichiarati abbia determinato specifiche scelte normative.

Il secondo capitolo affronta invece il processo di registrazione dei sistemi multilaterali di negoziazione come mercati di crescita. Dopo una breve disamina dell'organizzazione delle sedi di negoziazione nella Mifid II, in modo da poter identificare quali siano le caratteristiche specifiche dei mercati di crescita rispetto ai mercati regolamentati ed ai sistemi multilaterali di negoziazione, il capitolo indagherà quali siano i requisiti affinché un sistema multilaterale possa essere registrato come mercato di crescita, come si svolge il processo di registrazione e

¹¹ P. FINALDI RUSSO *et al.*, *Firms' listings: what is new? Italy versus the main European stock exchanges*, in *Questioni di economia e finanza*, n. 555, aprile 2020, disponibile all'indirizzo <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/20200555/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1>.

quale sia il ruolo dell'autorità di vigilanza. Oltre ad affrontare questioni interpretative della normativa, l'analisi è necessaria per comprendere come la distribuzione delle competenze regolamentari influenzi poi le "discipline" specifiche prodotte tramite il regolamento del mercato oppure direttamente dalle fonti europee. Inoltre, i requisiti di registrazione chiariscono quali siano le funzioni che devono essere svolte dai mercati di crescita, permettendo di vagliare come debbano essere interpretate disposizioni del regolamento del mercato e di risolvere specifici nodi interpretativi riguardo alla disciplina dell'informazione e degli emittenti.

Il terzo capitolo approfondisce quali siano le disposizioni di diritto societario applicabili agli emittenti quotati sui mercati di crescita. Infatti, mentre la disciplina per gli emittenti quotati sui mercati regolamentati non è direttamente applicabile a queste società, non si può neppure escludere in via preliminare che determinate disposizioni non siano applicabili in via analogica, a causa delle specifiche caratteristiche conferite a questi emittenti ed ai titoli ammessi alla negoziazione dalla quotazione. Inoltre, è necessario vagliare quali siano i limiti che il regolamento del mercato incontra nell'imporre determinate regole di *governance*.

Il quarto capitolo analizzerà diverse disposizioni (in parte previste in fonti europee ed in parte derivanti dal regolamento del mercato) relative all'informazione, intesa in senso ampio: le disposizioni circa il prospetto, gli abusi di mercato, la trasparenza degli assetti societari e le relazioni finanziarie. Come è stato argomentato, tali elementi sono cruciali affinché gli investitori abbiano fiducia rispetto agli emittenti ammessi e si sviluppi un mercato secondario per gli strumenti finanziari emessi.

Infine, il quinto capitolo affronta la disciplina dell'o.p.a. obbligatoria prevista dal regolamento del mercato di crescita AIM Italia (allo stato, l'unico mercato di crescita registrato in Italia). Tenendo in considerazione le funzioni che il mercato azionario svolge, nonché il ruolo fondamentale che all'istituto è assegnato nel t.u.f. è necessario analizzare la disciplina giuridica della stessa e come essa interagisca con i procedimenti di cessione del controllo per le società ivi ammesse. La

discussione fornirà inoltre un utile banco di prova per vagliare i limiti ed esporre le criticità della regolamentazione implementata tramite il regolamento del mercato.

Seguono le conclusioni.

Nonostante il ruolo preminente che il regolamento del mercato svolge nella regolamentazione dei mercati di crescita, la tesi si concentra soprattutto (ad eccezione del quinto capitolo relativo all'o.p.a. obbligatoria endosocietaria) sulle disposizioni legislative, europee e nazionali, previste per i mercati di crescita. Il regolamento emittenti dell'AIM Italia verrà analizzato nella misura in cui questo costituisce un caso pratico per studiare i meccanismi di funzionamento della regolamentazione prevista per i mercati di crescita e come questi siano differenti rispetto ad una disciplina stabilita tramite fonti normative primarie o secondarie. La ragione di tale scelta è duplice. Da un lato, il regolamento del mercato varia più frequentemente della legge (basti osservare le significative modifiche a cui è stato soggetto il regolamento dell'AIM Italia negli ultimi anni): l'analisi rischia pertanto di divenire velocemente obsoleta. In secondo luogo, diversi sistemi multilaterali possono essere registrati come mercati di crescita ed i rispettivi regolamenti possono prevedere, al di là di quanto è esplicitamente richiesto dalla normativa, modelli organizzativi anche significativamente differenti. Al fine di valutare l'architettura giuridica dei mercati di crescita e le sue potenzialità di raggiungere gli obiettivi che il legislatore europeo si è prefissato è dunque meglio concentrarsi sulla normativa primaria, utilizzando le disposizioni del regolamento dell'AIM Italia come caso specifico per vagliare il funzionamento pratico dell'architettura, piuttosto che come oggetto di analisi autonomo e separato.

CAPITOLO PRIMO

L'INTRODUZIONE DEI MERCATI DI CRESCITA NELL'ORDINAMENTO EUROPEO

SOMMARIO: 1.1. Introduzione. - 1.2. Difficoltà di accesso al credito, problemi macroeconomici e possibili soluzioni. - 1.3. La creazione dei mercati di crescita per le PMI. - 1.4. L'Unione dei mercati dei capitali ed i suoi obiettivi macroeconomici. - 1.5. Mercati di crescita per le PMI e Unione dei mercati dei capitali. - 1.6. Le iniziative regolamentari successive alla *mid-term review* dell'Unione dei mercati dei capitali. - 1.7. Conclusioni.

1.1. Introduzione

La crisi finanziaria del 2007-2008, la successiva crisi dei debiti sovrani europei e l'adozione dei programmi consolidamento fiscale e di austerità da parte dei governi hanno avuto un impatto negativo estremamente significativo sull'economia europea. In particolare, si è registrato sia un calo degli investimenti e della formazione del capitale, sia un netto calo dell'occupazione e dei salari in generale. Questi problemi sono stati particolarmente acuti e per le piccole e medie imprese (d'ora in avanti, PMI), che costituiscono l'ossatura fondamentale della struttura produttiva europea e impiegano la maggior parte dei lavoratori. Come evidenziava la Commissione Europea nel 2011, nei cinque anni precedenti, l'80% dei nuovi posti di lavoro era legato all'attività delle PMI, le quali avevano contribuito, escluso il settore finanziario, a creare oltre la metà del valore aggiunto totale nell'economia europea.¹² L'impatto della crisi legata all'epidemia Covid-19 deve essere ancora essere valutato nei suoi effetti, anche di breve e medio periodo, e non solo di brevissimo. È certo però che il congelamento dell'attività economica per tutelare la salute pubblica ha avuto ed avrà effetti devastanti rispetto a moltissime società di capitali.

¹² COMMISSIONE EUROPEA, *An action plan to improve access to finance for SMEs*, COM(2011) 870 final, 2011, 1.

Le menzionate crisi hanno inciso in modo profondo sulla capacità delle PMI di ottenere i finanziamenti necessari¹³ per lo svolgimento dell'attività produttiva. Secondo la Commissione, sebbene le cause delle difficoltà di finanziamento siano sia strutturali sia cicliche¹⁴, la contrazione del credito bancario¹⁵ costituirebbe il principale ostacolo alla crescita delle PMI¹⁶, che sono più vulnerabili delle grandi società rispetto a questo tipo di *shock*¹⁷ e che difficilmente riescono a diversificare le fonti di finanziamento, in particolare nei contesti di recessione economica.

Le ragioni per cui le PMI sono state particolarmente colpite dalla contrazione dei prestiti bancari concernono sia il lato della domanda del prestito (le PMI stesse), sia quello dell'offerta (delle banche che lo erogano). Dal primo punto di vista, la recessione ha ovviamente aumentato il rischio di concedere finanziamenti alle PMI, che si sono trovate ad operare in un ambiente economico sfavorevole. Dal secondo punto di vista, le fragilità dei bilanci bancari, l'ampia mole di prestiti deteriorati e l'entrata in vigore dei più elevati requisiti di capitale previsti da Basilea III ha limitato la capacità delle banche di estendere credito. Tale limitata capacità ha colpito primariamente le PMI per le maggiori asimmetrie informative¹⁸ che caratterizzano i loro rapporti con gli istituti di credito, perché hanno mediamente una storia operativa più breve ed un modello di *business* meno consolidato, e perché non hanno – fra le proprie attività – beni sufficienti da offrire come garanzia per la restituzione del credito.¹⁹

¹³ I dati sul finanziamento delle imprese della zona euro, ed in particolare delle PMI, sono raccolti dalla Banca Centrale Europea e pubblicati una volta all'anno (a partire dal 2013) nella *survey on the access to finance of enterprises (SAFE)*. I dati sono disponibili all'indirizzo https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html.

¹⁴ EIM, *Cyclicalities of SME Finance*, 2009.

¹⁵ G. WEHINGER, *SMEs and the credit crunch: current financing difficulties, policy measures and a review of literature*, in *OECD Journal: financial market trends*, 2014, 116.

¹⁶ COMMISSIONE EUROPEA, nt. 12, 1.

¹⁷ OECD, *Financing SMEs and Entrepreneurs 2012: An OECD Scoreboard*, Paris, 2012.

¹⁸ Tali società non sono infatti tenute a pubblicare la medesima informazione periodica a cui sono tenute le società quotate sui mercati regolamentati.

¹⁹ Relativamente all'importanza della disciplina delle garanzie mobiliari per gli obiettivi dell'Unione dei mercati dei capitali e, più in generale, per il funzionamento del mercato finanziario, si veda, D. SICLARI, "European Capital Markets Union" e ordinamento nazionale, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2016, I, 493-98; sul sistema delle garanzie in Italia e sulla sua importanza in relazione al finanziamento bancario si veda E. BRODI, *Il sistema delle garanzie in Italia: una lettura economica delle disposizioni in materia di privilegio, pegno e ipoteca*, in *Questioni di economia e Finanza*,

Il riconoscimento dell'accesso al credito bancario per le PMI come una delle cause dei principali problemi macroeconomici che affliggono l'Unione Europea ha condotto le istituzioni comunitarie a proporre diverse soluzioni, principalmente regolamentari. Il presente capitolo intende ricostruire, da un punto di vista storico, la creazione dei mercati di crescita per le PMI, per individuare le ragioni alla base della loro introduzione e le contraddizioni fra obiettivi contrastanti che il legislatore europeo ha dovuto affrontare nel disegnare la disciplina di dettaglio. Tali chiavi di lettura permetteranno poi di inquadrare e comprendere le ragioni delle specifiche scelte regolamentari, analizzate nei capitoli successivi.

1.2. Difficoltà di accesso al credito, problemi macroeconomici e possibili soluzioni

I documenti emanati dalla Commissione Europea nell'ultimo decennio riconnettono costantemente, sebbene con differenti sfumature, la contrazione del credito bancario e le difficoltà delle PMI di procurarsi finanziamenti alle conseguenze negative che caratterizzano l'economia europea: scarsità di investimenti, che comporta una riduzione dello *stock* di capitale²⁰, e contrazione dell'occupazione.

L'*action plan to improve access to finance for SME*²¹ individua nella difficoltà di accedere ai finanziamenti bancari la ragione della scarsa crescita delle PMI ed il principale problema da risolvere per le istituzioni europee tramite misure regolamentari, attraverso l'utilizzo della capacità fiscale dell'Unione Europea e tramite la promozione di misure di coordinamento.²² Il documento riconnette esplicitamente la questione del finanziamento alla *performance* macroeconomica dell'UE e delinea una serie di misure ed iniziative volte a risolvere il problema.

2016, disponibile all'indirizzo <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2016-0356/index.html>.

²⁰ In particolare, la crescita a lungo termine viene spesso associata agli investimenti che accrescono lo *stock* di capitale, B. BRUNO-A. D'ONOFRIO-I. MARINO, *Financial structure and corporate investment in Europe*, in *Finance and Investment: the European Case*, a cura di Colin Mayer et. al., Oxford, 2018, 23.

²¹ COMMISSIONE EUROPEA, nt. 12.

²² COMMISSIONE EUROPEA, nt. 12, 2.

Il tema viene affrontato nuovamente nel libro verde sul *long-term financing of the European economy*²³. Il libro verde si concentra sulla necessità per le società europee di poter accedere a finanziamenti a lungo termine²⁴ per poter effettuare gli investimenti necessari alla crescita.²⁵ Nonostante il libro verde confonda²⁶ risparmi e finanziamento²⁷, stabilendo una necessaria relazione fra gli stessi²⁸ che è stata ampiamente superata non solamente dalla letteratura economica eterodossa²⁹, ma altresì da un'ampia serie di pubblicazioni di banche centrali³⁰, esso si concentra

²³ COMMISSIONE EUROPEA, *Long-term financing of the European economy*, COM(2013) 150 final, 2013.

²⁴ La contrapposizione fra breve termine e lungo termine è stato anche uno dei temi che la Commissione Europea ha affrontato in relazione alle riforme del diritto societario e della *corporate governance* delle società europee. Come è evidente, finanziamenti a lungo termine sono utili e necessari nella misura in cui le società decidano di effettuare investimenti con questo orizzonte; COMMISSIONE EUROPEA, *Corporate governance in financial institutions and remuneration policies*, COM(2010) 285 final, 2010; COMMISSIONE EUROPEA, *The EU corporate governance framework*, COM(2011) 164 final, 2011. Per una visione critica della possibilità di risolvere il problema dello *short termism* nell'architettura di governo societario tramite il rafforzamento dei diritti degli azionisti si veda L. TALBOT, *Why shareholders shouldn't vote: a marxist-progressive critique of shareholder empowerment*, in *Modern law review*, 2013, 76, 808 ss.

²⁵ In particolare, il libro verde specifica che «is concerned with long-term investment in the sense of the formation of long lived tangible and intangible capital», COMMISSIONE EUROPEA, nt. 23, 5.

²⁶ Da questa confusione deriva l'affermazione che «As a prerequisite to channelling long-term financing at reasonable cost, the economy needs to generate and attract savings. Government policies can support this through sound fiscal policies, efficient tax systems and a business-friendly environment that fosters the attractiveness of the economy for investment, including from abroad.» COMMISSIONE EUROPEA, nt. 23, 2.

²⁷ Come rilevato da Borio e Disyatat, il concetto di risparmio e finanziamento non devono essere confusi e, data la natura endogena della creazione di moneta, i risparmi non rappresentano di per sé un limite al finanziamento dell'attività d'impresa: «Saving, as defined in the national accounts, is simply income (output) not consumed; financing, a cash-flow concept, is access to purchasing power in the form of an accepted settlement medium (money), including through borrowing. Investment, and expenditures more generally, require financing, not saving. The financial crisis reflected disruptions in financing channels, in borrowing and lending patterns, about which saving and investment flows are largely silent», C. BORIO-P. DISYATAT, *Global Imbalances, and Financial Crisis: Link or No Link?*, BIS Working Paper No. 346, Maggio 2011.

²⁸ L'erronea concezione del rapporto fra risparmi ed investimenti è connessa alle teorie dell'attività bancaria come intermediazione ed al concetto di *loanable funds*: «This deceptive understanding is, moreover, related to the misleading notion that "savings finance investment," which should rather be phrased as "savings (tautologically) equal investment"», M. GROSS-C. SIEBENBRUNNER, *Money creation in fiat and digital currency systems*, IMF Working Paper 19/285, 2019, 4.

²⁹ Principalmente, post-keynesiana e circuitista.

³⁰ La teoria che i finanziamenti bancari creino i depositi e che le banche non agiscano come intermediari prestando il denaro che hanno preventivamente raccolto presso il pubblico è sempre stata la differenza cruciale fra il *money paradigm* dell'attività bancaria ed il *intermediary paradigm*. Per una distinzione fra i due paradigmi ed una storia delle due teorie si veda M. RICKS, *Money as infrastructure*, in *Columbia Business Law Review*, 2018, 757-765; P. MEHRLING, *The New Lombard Street* (2011). La natura endogena della moneta è sempre stata uno dei pilastri della teoria economica

sulla capacità del sistema finanziario – inteso in senso lato – di connettere l’offerta di moneta con la domanda. In particolare, il libro verde evidenzia come la crisi abbia reso più complicato per le banche, impegnate in un processo di *deleveraging*³¹, estendere credito alle PMI, mentre l’incertezza macroeconomica e l’avversione al rischio trattengano anche le PMI dal richiedere prestiti per effettuare investimenti.³² Sulla scorta anche di diverse pubblicazioni precedenti, la Commissione identifica la difficoltà di accedere al finanziamento bancario da parte delle PMI come il problema principale che affligge le potenzialità di crescita dell’economia europea.³³

Considerata la situazione del mercato bancario, il testo sottolinea la necessità di differenziare le fonti di finanziamento, anche per le PMI, accedendo al sistema di *market based finance*.³⁴ In particolare, lo stimolo allo sviluppo del sistema di

post-keynesiana ed è stata di recente sostenuta da istituzioni internazionali e banche centrali, come la Banca d’Inghilterra; si veda M. MCLEAY-A. RADIA-R. THOMAS, *Money Creation in the Modern Economy*, in *BOE Quarterly Bulletin*, 2014, 14; per una lista delle pubblicazioni delle Banche Centrali di diversi paesi che sostengono che le banche non siano intermediari di fondi che possono essere dati in prestito si veda Z. JAKAB-M. KUMHOF, *Banks are not Intermediaries of Loanable Funds – Facts, Theory and Evidence* 3, BoE Staff Working Paper No. 761, Jan 2019; si veda anche C. BORIO, *On Money, Debt, Trust and Central Banking*, disponibile al sito <https://www.bis.org/speeches/sp181115.pdf>. Per un’analisi empirica delle diverse teorie dell’attività bancaria si veda R. WERNER, *A lost century in economics: three theories of banking and the conclusive evidence*, in *International review of financial analysis*, 2016, 361 ss., e R. WERNER, *Can banks create money out of nothing? – The theories and the empirical evidence*, in *International review of financial analysis*, 2014, 1 ss.

³¹ Il processo di *deleveraging*, nel contesto italiano, è stato acuito dal fatto che la riduzione dei piani di investimento da parte delle imprese più solide patrimonialmente e quindi meno rischiose ha ridotto la loro domanda di credito, S. ROSSI, *Una finanza per lo sviluppo*, 12 settembre 2014, disponibile all’indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2014/rossi_12092014.pdf, 7.

³² COMMISSIONE EUROPEA, nt. 23, 2.

³³ BANCA CENTRALE EUROPEA, *Assessing the financial conditions of the euro area private sector during the sovereign debt crisis*, in *Economic Bulletin*, 2012, 77 ss.; BANCA CENTRALE EUROPEA, *Heterogeneity in euro area financial conditions and policy implications*, in *Economic Bulletin*, 2012, 63.

³⁴ Il libro verde sembra trattare in maniera sostanzialmente equivalente il credito concesso dalle banche commerciali, tramite la creazione di depositi, e quello concesso tramite emissioni obbligazionarie. Sebbene tale omissione sia coerente con l’interpretazione del ruolo delle banche commerciali come intermediari nel credito, piuttosto che come creatrici di moneta (coerente anche con le precedenti affermazioni rispetto a risparmi ed investimenti), la differenza fra prestiti bancari e non bancari è importante da un punto di vista sistematico. Infatti, la concessione di prestiti bancari accresce lo *stock* di moneta presente nel sistema e la loro estinzione lo riduce, mentre la concessione e l’estinzione di prestiti non bancari non influenza lo *stock* di moneta presente a livello di sistema, M. GROSS-C. SIEBENBRUNNER, nt. 28, 8. Sul rapporto fra prestiti bancari, *shadow banking*, cartolarizzazione e creazione di moneta si veda anche J. MICHELL, *Do shadow banks create money? ‘Financialisation’ and the monetary circuit*, in *Metroeconomica*, 68, 354 ss. dove è analizzata in

market based finance dovrebbe aiutare la concessione di finanziamenti³⁵ tramite l'emissione di obbligazioni³⁶ - che potrebbero sostituire i prestiti bancari³⁷ - e azioni sui mercati³⁸ (e nelle sedi di negoziazione organizzate come sistemi multilaterali di negoziazione a ciò deputati³⁹) e tramite la rivitalizzazione delle cartolarizzazioni in Europa. In particolare, come rilevato da Braun e Hübner⁴⁰, il libro verde ha catalizzato l'attenzione dei tecnici europei e delle associazioni rappresentative degli interessi dell'industria finanziaria⁴¹ sulle cartolarizzazioni come strumento per risolvere il doppio problema del *deleveraging* delle banche commerciali e della contrazione delle fonti di finanziamento per le PMI.

I documenti citati (e quelli che si citeranno nel prosieguo in relazione all'Unione dei mercati dei capitali) individuano diverse strategie regolamentari per risolvere il problema della contrazione del credito bancario e del finanziamento delle PMI. Da un lato, la rivitalizzazione del mercato europeo delle cartolarizzazioni dovrebbe aiutare le banche a liberare i propri bilanci dei prestiti, migliorando anche i requisiti prudenziali ed i coefficienti patrimoniali, facilitando dunque la concessione di ulteriori finanziamenti. Tale strategia sfrutta dunque il

modo approfondito la relazione fra creazione di moneta da parte delle banche commerciali nel suo rapporto con lo sviluppo del sistema di *shadow banking*.

³⁵ I.K. NASSR-G.WEHINGER, *Unlocking SME finance through market-based debt: securitization, private placements and bonds*, in *OECD Journal: financial market trends*, 2014, 89 ss.

³⁶ È tuttavia necessario sottolineare che, in un ampio studio sul rapporto fra struttura finanziaria ed investimento da parte delle società europee, la possibilità di sostituire il finanziamento bancario tramite l'emissione di obbligazioni non è risultata significativa rispetto agli investimenti, B. BRUNO-A. D'ONOFRIO-I. MARINO, nt. 20, 49.

³⁷ T. ADRIAN-P. COLLA-H.S. SHIN, (2013), *Which financial frictions? Parsing the evidence from the financial crisis of 2007 to 2009*, in *NBER Macroeconomics Annual*, 27, 2013, 159 ss.

³⁸ COMMISSIONE EUROPEA, nt. 23, 11. Nel loro studio, Bruno, D'Onofrio e Marino verificano che il livello di indebitamento delle società quotate non ha influito in maniera negativa sugli investimenti di queste ultime, contrariamente a quanto avvenuto per le società non quotate, B. BRUNO-A. D'ONOFRIO-I. MARINO, nt. 20, 44 (vedi però p. 52, ove riconoscono che questa affermazione necessita di ulteriori riscontri empirici).

³⁹ Per le PMI si veda in particolare COMMISSIONE EUROPEA, nt. 23, 16.

⁴⁰ B. BRAUN-M. HÜBNER, *Fiscal fault, financial fix? Capital Markets Union and the quest for macroeconomic stabilization in the Euro Area*, in *Competition & Change*, 2018, 127.

⁴¹ Come evidenziato da Braun e Hübner, l'Association for Financial Markets in Europe (AFME) ha preparato un dettagliato rapporto che rappresenta sia «un manifesto che esalta i benefici delle cartolarizzazioni ed una lista dei desideri riguardo alle modifiche regolamentari di uno specifico settore», B. BRAUN-M. HÜBNER, nt. 40, 127; il rapporto dell'AFME a cui si riferiscono è AFME-O. WYMAN, *Unlocking funding for European investment and growth: an industry survey of obstacles in the European funding markets and potential solutions*, Londra, 2013.

sistema di *market-based finance* per favorire *indirettamente* il finanziamento delle PMI, che continua ad essere erogato *direttamente* dalle banche commerciali. Dall'altro lato, la creazione di mercati dedicati alle PMI, sui quali la quotazione sia meno onerosa, dovrebbe aiutare le PMI ad accedere *direttamente* al sistema di *market-based finance*. Infine, le iniziative regolamentari sono volte a creare organismi di investimento collettivo del risparmio che siano espressamente dedicati al finanziamento delle PMI oppure a creare programmi di finanziamento o garanzie pubbliche per tali società. Per quanto la creazione dei mercati di crescita possa svolgere per le PMI anche le altre funzioni del mercato azionario evidenziate nell'introduzione, i documenti della Commissione si concentrano soprattutto sui problemi di finanziamento delle PMI.

1.3. La creazione dei mercati di crescita per le PMI

Fra le varie misure regolamentari adottate per risolvere i problemi di finanziamento delle PMI il presente lavoro si concentra sulla creazione dei mercati di crescita per le PMI. Tale novità istituzionale dovrebbe avere l'effetto di facilitare l'accesso al mercato finanziario, obbligazionario ed azionario, per le società di minori dimensioni. Al fine di ricostruire in prospettiva storica e di economia politica la creazione di questo tipo di mercati è necessario analizzare come la qualifica di mercati di crescita per le PMI⁴² si stia inserita per la prima volta nella direttiva Mifid II⁴³, per poi fungere da catalizzatore di successive iniziative regolamentari adottate nel contesto dello sviluppo dell'Unione dei mercati dei capitali, che hanno in parte modificato lo statuto normativo degli strumenti finanziari e degli emittenti ammessi alle negoziazioni sui mercati di crescita. Mentre l'analisi di dettaglio delle disposizioni è riservata ai capitoli successivi, qui ci si limiterà ad affrontare le tematiche in prospettiva storica, per dare conto dell'evoluzione normativa e di come questa specifica sotto-categoria di sedi di

⁴² Il considerando 132 della direttiva Mifid II si riferisce ai mercati di crescita per le PMI come a una «sottocategoria» dei sistemi multilaterali di negoziazione.

⁴³ Direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 L 173/349.

negoziazione abbia assunto una crescente importanza per la disciplina degli emittenti ivi ammessi, differenziandoli sia da quelli quotati sui mercati regolamentati che rispetto a quelli i cui titoli sono negoziati sui sistemi multilaterali.

La direttiva Mifid I non prevedeva i mercati di crescita per le PMI, ma oltre ai mercati regolamentati disciplinava i sistemi multilaterali di negoziazione. Nella proposta di revisione della Mifid I del 2011⁴⁴, la Commissione ha suggerito la possibilità per un sistema multilaterale che rispetti determinati standard di essere registrato come mercato di crescita. La registrazione come tale dovrebbe contribuire ad aumentarne la visibilità e ad omogeneizzare la disciplina di tali mercati a livello europeo.⁴⁵ La proposta della Commissione è stata recepita dal Parlamento Europeo e dal Consiglio, che hanno introdotto questa sotto-categoria di sistemi multilaterali nella Mifid II. In via provvisoria, si può affermare che i mercati di crescita sono sistemi multilaterali di negoziazione, con i quali condividono la regolamentazione salvo quanto espressamente derogato. Per poter essere registrati come mercati di crescita dall'autorità nazionale di vigilanza, i sistemi multilaterali di negoziazione (in particolare, il loro regolamento) devono rispettare una serie di requisiti relativi agli emittenti ed alla trasparenza. Le semplificazioni normative per gli emittenti rispetto a quanto previsto per i mercati regolamentati, nonché la maggiore visibilità che dovrebbe essere garantita dai mercati di crescita rispetto ai sistemi multilaterali di negoziazione dovrebbero incentivare la quotazione delle PMI. I considerando della Mifid II chiariscono le *rationes* di politica economica legate a questa innovazione.

Innanzitutto, si riconnette la creazione dei mercati di crescita alla necessità di facilitare l'accesso al capitale per le PMI.⁴⁶ Poiché i mercati di capitali dedicati a queste società sono generalmente gestiti come sistemi multilaterali di

⁴⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council*, COM(2011) 656 final.

⁴⁵ Infatti, accadeva (e accade tutt'ora) che sistemi multilaterali si specializzino nell'ammissione dei titoli delle PMI e che, per garantire determinati livelli di trasparenza e *governance*, imponessero agli emittenti specifici requisiti tramite il regolamento del mercato.

⁴⁶ Considerando n. 132 Mifid II.

negoziazione⁴⁷, la creazione della nuova «sottocategoria» di mercati dovrebbe aumentarne la visibilità e facilitare l'adozione di norme regolamentari comuni.⁴⁸ Viene inoltre preannunciato che la creazione dei mercati di crescita è un cantiere aperto e che la futura regolamentazione dovrà promuovere l'utilizzo di questi sistemi multilaterali per renderli il punto di accesso privilegiato al mercato per le società di minori dimensioni. Infine, viene accennato un tema che ricorre frequentemente nei documenti europei sui mercati di crescita e cioè la necessità di contemperare due obiettivi potenzialmente contrastanti: elevati livelli di tutela degli investitori (che dovrebbero operare su tali mercati), riducendo al tempo stesso gli oneri amministrativi ed i costi derivanti dalla quotazione, rendendola pertanto più attraente per gli emittenti.⁴⁹

⁴⁷ Poiché il regime regolamentare dei mercati di crescita per le PMI si sovrappone a quello dei sistemi multilaterali di negoziazione, il regime normativo per gli emittenti quotati non è semplificato (come sostenuto da D. SICLARI, nt. 19, 487.), ma in realtà più oneroso rispetto a quello per le società ammesse su di un semplice sistema multilaterale di negoziazione. Il regime può invece essere considerato “semplificato” se, riconoscendo che i mercati di crescita aspirano a svolgere anche propriamente una funzione di *listing* e di fungere da segno di riconoscimento per gli emittenti ammessi, si prende come parametro di riferimento il regime dei mercati regolamentati.

⁴⁸ Per quanto il tema sia discusso ampiamente oltre, l'enfasi posta sulla connessione fra creazione dei mercati di crescita per le PMI ed elaborazione di norme regolamentari comuni è, quanto meno, ambigua. Infatti, non si comprende perché la creazione di una sottocategoria di sistemi multilaterali di negoziazione dovrebbe favorire di per sé norme comuni, mentre questo non si è verificato o dovrebbe verificarsi per i semplici sistemi multilaterali di negoziazione, che pure sono regolamentati a livello europeo. In secondo luogo, vista l'ampia autonomia che le disposizioni della Mifid II lasciano (anzi, richiedono di esercitare) al gestore del mercato nell'elaborazione di standard regolamentari, soprattutto per gli emittenti i cui titoli sono ammessi alle negoziazioni, l'enfasi delle «norme regolamentari comuni dell'Unione» parrebbe ancora più problematica. È naturalmente possibile che la concorrenza fra i diversi mercati di crescita per le PMI porti alla convergenza della regolamentazione. Probabilmente, fattori di convergenza più significativi potrebbero essere l'appartenenza ad un medesimo gruppo societario o l'utilizzo di un medesimo *brand* (si pensi al caso dell'AIM UK e dell'AIM Italia, rispettivamente gestiti dal London Stock Exchange e da Borsa Italiana – controllata dal London Stock Exchange fino al termine del 2020). Tuttavia, non si comprende esattamente come questi fattori contribuiscano di per sé all'elaborazione di norme comuni dell'Unione. Rispetto ad armonizzazione, unificazione e concorrenza come diverse modalità di convergenza del diritto degli stati membri si veda R. GHETTI, *Il problema delle forme societarie europee tra unificazione, armonizzazione e concorrenza*, in *Riv. soc.*, 2016, 521 ss.; L. ENRIQUES-A. ZORZI, *Armonizzazione e arbitraggio normativo nel diritto societario europeo*, in *Riv. soc.*, 2016, 775 ss.

⁴⁹ La problematica è ribadita anche nel considerando 133 della direttiva: «Essi [i mercati di crescita] devono inoltre raggiungere il corretto equilibrio tra il mantenimento di livelli elevati di protezione degli investitori, essenziali per promuovere la fiducia di questi ultimi negli emittenti attivi su tali mercati, e la riduzione degli oneri amministrativi non necessari per gli emittenti sugli stessi mercati».

I considerando affrontano altresì il rapporto fra i sistemi multilaterali esistenti, alcuni dei quali hanno avuto successo e sono specificamente indirizzati alle PMI, e la nuova sottocategoria di mercati. In particolare, la direttiva afferma che i requisiti per la registrazione come mercati di crescita debbano consentire una sufficiente flessibilità per poter tenere in considerazione i «modelli di mercato attualmente esistenti in Europa».⁵⁰ Inoltre, la nuova sottocategoria non è “esclusiva”: i gestori di sistemi multilaterali esistenti dedicati alle PMI possono continuare a gestire tali sistemi multilaterali senza essere obbligati a registrarli come mercati di crescita; in maniera speculare, gli emittenti PMI non sono tenuti a richiedere l’ammissione dei propri strumenti finanziari sui mercati di crescita.⁵¹

La disciplina della direttiva⁵² implementata dagli Stati membri è destinata ad essere integrata da atti delegati o norme tecniche.⁵³ Per quanto lo strumento giuridico della direttiva lasci qualche margine di flessibilità ai legislatori nazionali per la regolamentazione del processo e dei requisiti della registrazione come mercato di crescita, la presenza di ulteriori atti normativi (in particolare, di regolamenti) ha l’effetto di rendere direttamente vincolanti le disposizioni europee, contribuendo all’omogeneizzazione della disciplina a livello comunitario, come peraltro auspicato dai documenti menzionati.⁵⁴

L’introduzione della nuova sottocategoria di sistemi multilaterali di negoziazione è stata però solamente il primo passo nella creazione di un ecosistema che favorisse il ricorso ai mercati dei capitali da parte delle PMI e che incoraggiasse specificamente la quotazione sui mercati di crescita. Un deciso cambio di passo si è avuto con il lancio dell’Unione dei mercati dei capitali, che rappresenta un progetto macroeconomico incentrato anche sulle PMI e che ha ampliato il numero di atti regolamentari specificamente indirizzati ai mercati di crescita.

⁵⁰ Anche l’obiettivo di concedere sufficiente flessibilità per poter tenere in considerazione i modelli già esistenti in parte contrasta con quanto affermato precedentemente dalla direttiva, e cioè che la nuova sottocategoria di mercati dovrebbe favorire la convergenza regolamentare.

⁵¹ Considerando 134 direttiva Mifid II.

⁵² Principalmente dall’art. 33 direttiva Mifid II.

⁵³ Considerando 133 direttiva Mifid II.

⁵⁴ Peraltro i margini di flessibilità lasciati agli Stati dalla Mifid II sono stati sensibilmente ridotti dall’art. 78 del regolamento delegato (UE) 2017/565 che disciplina in maniera analitica i requisiti per la registrazione del sistema multilaterale come mercato di crescita.

1.4. L'Unione dei mercati dei capitali ed i suoi obiettivi macroeconomici

L'introduzione nell'ordinamento europeo della categoria dei mercati di crescita per le PMI è stata però solamente il primo passo rispetto alla costruzione di un'infrastruttura di mercato che possa, nelle intenzioni del legislatore europeo, effettivamente ed efficacemente stimolare il processo di quotazione delle società. Come è infatti riconosciuto da tutti i documenti europei sul tema la previsione di una specifica sede di negoziazione non è sufficiente, di per sé, a risolvere il problema dello scarso numero di emittenti che si quotano. Un mercato, infatti, è un sistema sociale complesso, costruito tramite regole giuridiche⁵⁵, nonché su convenzioni sociali e strumenti tecnici che ne rendono possibile il funzionamento.⁵⁶ Per quanto riguarda l'architettura giuridica dello stesso, al fine di incentivare gli emittenti a quotarsi e gli investitori a sottoscrivere e poi scambiare gli strumenti finanziari ammessi, è necessario costituire un ecosistema normativo adeguato, specificamente indirizzato a questo obiettivo.⁵⁷ Queste iniziative regolamentari sono state intraprese nel più ampio contesto dell'Unione dei mercati dei capitali.

Il progetto dell'Unione dei mercati dei capitali costituisce un'iniziativa regolamentare complessa e composita. Sebbene un'ampia letteratura riconduca l'iniziativa alla tendenza del progetto europeo all'unificazione dei mercati o ad un ulteriore passo in avanti nella svolta neoliberale dell'Unione Europea, alcuni Autori⁵⁸ hanno acutamente osservato che il progetto tende principalmente a cercare

⁵⁵ Il punto è chiarito da K. PISTOR, *A legal theory of finance*, in *Journal of comparative economics*, 2013, 41, 315 ss.

⁵⁶ Una completa ed acuta riconcettualizzazione dei mercati finanziari intesi come sistemi sociali complessi, che fornisce un quadro più completo, esaustivo e realistico della visione neoclassica, per quanto arricchita da elementi tratti dalla psicologia comportamentale, è fornita da J. BLACK, *Reconceiving financial markets - from the economic to the social*, in *Journal of corporate law studies*, 2013, 13, 401 ss.

⁵⁷ Il tema è evidenziato anche da Perrone, che nota che la semplice creazione di un mercato specificamente dedicato alle PMI è solamente un piccolo pezzo di un insieme di disposizioni necessarie per favorire il finanziamento di tali società. L'Autore afferma inoltre che il legislatore europeo si sarebbe dimenticato del problema di liquidità che affligge gli scambi sul mercato secondario dei titoli delle PMI quotate, A. PERRONE, *Small and medium enterprises growth markets*, in *Capital markets Union in Europe*, a cura di D. Busch, E. Avgouleas e G. Ferrarini, Oxford, 2018, 262-63.

⁵⁸ B. BRAUN-M. HÜBNER, nt. 40, 117.

di risolvere, facendo ricorso al mercato finanziario, un problema macroeconomico tradizionalmente affrontato attraverso strumenti fiscali.⁵⁹ L'utilizzo dei mercati finanziari per ottenere risultati macroeconomici⁶⁰ si inserisce nel solco di quanto avvenuto alcuni decenni or sono negli Stati Uniti⁶¹, ed è strettamente collegato alla ridotta capacità fiscale a livello europeo ed alle politiche di austerità imposte agli Stati membri.⁶²

L'obiettivo di stabilizzazione macroeconomica è enunciato nella prima riga del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali, ove si afferma che il principale obiettivo della Commissione è rafforzare l'economia europea e stimolare gli investimenti al fine di accrescere l'occupazione.⁶³ In particolare, la Commissione Europea, difettando di strumenti fiscali adeguati per stimolare l'economia europea⁶⁴, ha fatto ricorso a strumenti regolamentari al fine di raggiungere entrambe le componenti della stabilizzazione macroeconomica⁶⁵:

⁵⁹ B. BRAUN-D. GABOR-M. HÜBNER, *Governing through financial markets: towards a critical political economy of Capital Markets Union*, in *Competition & change*, 2018, 22, 101 ss.

⁶⁰ Di conseguenza, il rapporto fra stato e finanza muta, e i mercati finanziari diventano uno strumento di governo e di *governance*, B. BRAUN-D. GABOR-M. HÜBNER, *Governing through financial markets: Towards a critical political economy of Capital Markets Union*, in *Competition & Change*, 2018, 104. Tale modalità di utilizzo del mercato finanziario si differenzia rispetto a quella fattane prima della crisi dalla Commissione UE, su cui si veda N. JABKO, *Playing the market. A political strategy for uniting Europe, 1985–2005*, Ithaca, 2006.

⁶¹ Per un'analisi di come il mercato finanziario sia stato utilizzato per risolvere problemi macroeconomici negli Stati Uniti si vedano S. QUINN, *American bonds: how credit markets shaped a nation*, Princeton, Princeton University Press, 2019; G. KRIPPNER, *Capitalizing on crisis: the political origins of the rise of finance*, Harvard, Harvard University Press, 2012.

⁶² R. EPSTEIN-M. RHODES, *Banking Union, Capital Markets Union and the New EU*, in *Competition & change*, 2018, 22, 205 ss.

⁶³ COMMISSIONE EUROPEA, *Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015) 468 final, 2015, 3.

⁶⁴ Anche il recente ampliamento della capacità fiscale a livello dell'Unione tramite la creazione del c.d. "recovery fund" (che, almeno in teoria, costituisce una misura *una tantum* e non una modifica strutturale) non è particolarmente rilevante in percentuale al pil europeo, soprattutto se si tiene in considerazione l'arco di tempo in cui i fondi verranno erogati.

⁶⁵ B. BRAUN-M. HÜBNER, nt. 40. La medesima analisi è condivisa anche da Kudrna, che riconosce che l'obiettivo dell'Unione dei mercati dei capitali sia duplice: da un lato la creazione di posti di lavoro e dall'altro aumentare la capacità di assorbimento di shock macroeconomici (asimmetrici) da parte degli Stati dell'UE, Z. KUDRNA, *The EU's Capital Markets Union: unlocking investments through gradual integration*, Eurogrowth, 2016. Tuttavia, come nota lo stesso Autore, la crescita anemica dell'economia europea è determinata piuttosto da una mancanza di domanda, dovuta in parte, o quanto meno peggiorata, dalle politiche fiscali restrittive intraprese da diversi Stati. A causa dell'impossibilità per la Commissione di fornire uno stimolo fiscale a causa della limitatezza del proprio bilancio, le possibilità di intervento per risolvere tale problema sono limitate alle iniziative regolamentari, Z. KUDRNA, *supra*, 4.

stimolare la crescita e aumentare la resilienza del sistema rispetto agli *shock*. Da un lato, il ricorso al mercato dei capitali e l'incentivo alle cartolarizzazioni⁶⁶ dovrebbero favorire, nell'ottica della Commissione⁶⁷, il finanziamento alle imprese europee⁶⁸, stimolando in questo modo la crescita e l'occupazione. Dall'altro lato, la crescita dei mercati dei capitali (azionari e obbligazionari), ove investitori europei acquistino strumenti finanziari emessi da soggetti di differenti nazionalità,

⁶⁶ L'enfasi posta sulle cartolarizzazioni come strumento per il finanziamento delle PMI risulta sorprendente, rispetto agli obiettivi dell'Unione dei mercati dei capitali, quanto meno per due ragioni. In primo luogo, le cartolarizzazioni agiscono per il tramite dei bilanci delle banche commerciali e, pertanto, non rendono il sistema meno bancocentrico. In secondo luogo, storicamente, le cartolarizzazioni non hanno riguardato principalmente prestiti concessi alle PMI, quanto piuttosto il mercato immobiliare, poiché i prestiti concessi alle PMI sono molto più complessi e costosi da valutare nel processo di cartolarizzazione, E. ENGELEN-A. GLASMACHER, *The waiting game: how securitization became the solution for the growth problem of the Eurozone*, in *Competition & change*, 2018, 22, 145.

⁶⁷ I documenti della Commissione relativi all'Unione dei mercati dei capitali non sembrano mai prendere in considerazione il rapporto fra sviluppo del mercato finanziario e disuguaglianza, che pure è un tema rilevante nell'attuale agenda politica europea. Per un'analisi del rapporto fra sistema finanziario e disuguaglianza e di come i due interagiscano e si autoalimentino si veda A. BOTTA ET AL., *Inequality and finance in a rent economy*, in *Greenwich papers in political economy*, 2018. Sul punto si veda altresì R. FERNANDEZ-M.B. AALBERS, *The Capital Market Union and varieties of residential capitalism in Europe: Rescaling the housing-centred model of financialization*, in *Finance and society*, 2017, 3, 32 ss.; M. KUMHOF-R. RANCIÈRE-P. WINANT, *Inequality, leverage and crises*, in *American economic review*, 2015, 1217 ss.

⁶⁸ Dombret condivide la tesi che la Capital Markets Union abbia principalmente i due obiettivi indicati, e specifica in che senso un aumento del peso del mercato dei capitali fra le fonti di finanziamento delle imprese può migliorare l'attuale sistema bancocentrico. Infatti, non sussiste alcuna solida evidenza empirica che un sistema finanziario *market-based* sia superiore ad un sistema *bank-based*. Anzi, il finanziamento dell'economia tramite il mercato dei capitali è maggiormente pro-ciclico (T. ADRIAN-H.S. SHIN, *Liquidity and Leverage*, in *Journal of Financial Intermediation*, 2010, 19, 418 ss.; A. LEROY, *Credit Procyclicality and Financial Structures in EU*, 2015, disponibile all'indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2568112). Tuttavia, l'Autore rileva che la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali sia un obiettivo da perseguire perché i sistemi finanziari che dipendono in maniera preponderante da una specifica fonte di finanziamento si sono mostrati più vulnerabili nel momento in cui quello specifico canale di finanziamento si riduce. Di conseguenza, intermediazione bancaria e tramite i mercati finanziari non dovrebbero essere viste come alternative, ma bensì come complementari, A. DOMBRET, *What can capital markets deliver? A central banker's view*, in *The European Capital Markets Union: A Viable Concept and a Real Goal?*, a cura di A. Dombret e P.S. Kenadjian, Berlino, 2015, 49 ss.

dovrebbe costituire una forma di condivisione privata⁶⁹ dei rischi⁷⁰, qualora uno *shock* colpisca un determinato paese o una determinata area. Mentre una forma di condivisione pubblica dei rischi richiederebbe almeno una centralizzazione parziale dei bilanci nazionali⁷¹, una condivisione privata avrebbe l'effetto di integrare maggiormente le economie dei paesi europei rendendole più interdipendenti.

Nonostante il progetto dell'Unione dei mercati dei capitali assegni al mercato finanziario un ruolo chiave per il futuro dell'UE, la traiettoria del giudizio (anche espresso dai rappresentanti delle istituzioni dell'Unione) sulle reali possibilità del mercato dei capitali di stimolare la crescita e l'occupazione e garantire una maggiore stabilità macroeconomica ha subito alterne vicende. È infatti ampiamente condivisa l'opinione che all'origine della crisi del 2007-2008 vi sia il ruolo preponderante ricoperto dallo *shadow banking system* e l'eccessiva elasticità nella creazione del credito resa possibile dall'interazione fra il settore bancario "tradizionale" e quello ombra. La tecnologia giuridica delle cartolarizzazioni, nonché quella dei *repurchase agreements*, hanno giocato un ruolo fondamentale nel permettere l'espansione delle attività sul mercato dei capitali⁷², finanziate sul mercato monetario.⁷³ Tuttavia, la crescita del sistema è stata accompagnata dalla creazione di bolle nel settore del mercato immobiliare, piuttosto che da un aumento dei finanziamenti alle società non finanziarie, che tramite gli investimenti

⁶⁹ La condivisione privata dei rischi funziona principalmente tramite due meccanismi. Per quanto riguarda gli investitori e gli operatori economici, essi possono diversificare la propria esposizione nei confronti di una specifica economia acquistando strumenti finanziari di società che non sono esposte all'andamento economico di quello specifico Stato. Per quanto riguarda invece la prospettiva del paese soggetto allo *shock*, il fatto che i titoli delle società siano detenuti da investitori stranieri comporta che questi assorbiranno almeno parte delle perdite, B. BRAUN-M. HÜBNER, nt. 40, 128. Il fatto che l'integrazione finanziaria che dovrebbe essere raggiunta tramite l'Unione dei mercati dei capitali aumenti la condivisione privata dei rischi, specialmente in casi di *shock* asimmetrici è evidenziata anche da D. VALIANTE, *CMU and the deepening of financial integration*, in *Capital markets Union in Europe*, a cura di D. Busch, E. Avgouleas e G. Ferrarini, Oxford, 2018, 14-16.

⁷⁰ Sul punto si veda ampiamente M. HÜBNER, *Wenn der markt regiert*, Campus, 2019.

⁷¹ B. BRAUN-M. HÜBNER, nt. 40, 128.

⁷² R. HOCKETT-S. OMAROVA, *The finance franchise*, in *Cornell law review*, 2017, 102, 1143 ss.

⁷³ Sul punto sia consentito il rinvio a F. FORNASARI, *L'organizzazione dei fondi comuni monetari*, di prossima pubblicazione in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2021.

aumentano lo *stock* di capitale dell'economia nel suo complesso e pongono le basi per la creazione di ricchezza.

Il fatto che il ricorso al sistema di *market based finance* non fosse una soluzione ai problemi macroeconomici dell'Unione è peraltro stato recentemente affermato anche dai vertici delle istituzioni europee. In particolare, il “Rapporto dei Quattro Presidenti” del 2012 aveva espresso dubbi riguardo alla capacità di meccanismi di condivisione privata dei rischi di assorbire *shock* macroeconomici, in particolare asimmetrici, a causa della volatilità dei flussi dei capitali che possono anche peggiorare la stabilità finanziaria.⁷⁴ Tale opinione è stata completamente stravolta nei successivi report ed in particolare, dopo il lancio della proposta dell'Unione dei mercati dei capitali, dal Rapporto dei Cinque presidenti del maggio 2015, ove si legge che: «For all economies to be permanently better off inside the euro area, they also need to be able to share the impact of shocks through risk-sharing within the EMU. [. . .] A well-functioning Capital Markets Union will strengthen cross-border risk-sharing through deepening integration of bond and equity markets, the latter of which is a key shock absorber. [. . .] This in turn reduces the amount of risk-sharing that needs to be achieved through financial means (public risk-sharing)».⁷⁵

Il progetto dell'Unione dei mercati dei capitali è stato lanciato tramite un libro verde pubblicato dalla Commissione nel febbraio 2015⁷⁶, completato da un documento di accompagnamento.⁷⁷ Nel settembre 2015 è stato pubblicato il piano d'azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali.⁷⁸ Tali documenti

⁷⁴ FOUR PRESIDENTS' REPORT, *Towards a genuine economic and monetary Union*, Bruxelles, 2012.

⁷⁵ FIVE PRESIDENTS' REPORT, *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Bruxelles, 2015.

⁷⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015) 63 final, 2015.

⁷⁷ COMMISSION STAFF, *Initial reflections on the obstacles to the development of deep and integrated EU capital markets Accompanying the document Green Paper Building a Capital Markets Union*, SWD(2015) 13 final, 2015.

⁷⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015) 468 final, 2015. Il piano d'azione è accompagnato da un'analisi economica preparata dallo Staff della Commissione, COMMISSION STAFF, *Economic analysis accompanying the document action plan on building a Capital Markets Union*, SWD(2015) 183 final, 2015.

sono stati aggiornati con la *mid-term review* del 2017 del piano d'azione.⁷⁹ Al fine di raggiungere gli obiettivi macroeconomici sopra menzionati, sono state proposte diverse misure concernenti l'accesso al mercato finanziario da parte delle società che domandano finanziamenti (come le PMI), volte a creare veicoli attraverso cui investire in questi strumenti finanziari, indirizzate a rilanciare il mercato delle cartolarizzazioni in Europa, nonché gli investimenti infrastrutturali.

Analizzare tutte le diverse proposte ed iniziative intraprese nel contesto della creazione dell'Unione dei mercati dei capitali sarebbe ridondante al fine del presente lavoro. Ci si concentrerà invece sulle parti del progetto che riguardano specificamente il potenziamento dei mercati di crescita per le PMI e delle misure tese a favorire l'accesso ai mercati dei capitali da parte delle PMI.

1.5. Mercati di crescita per le PMI e Unione dei mercati dei capitali

Il libro verde⁸⁰ chiarisce sin dalle prime pagine che il potenziamento dei mercati dei capitali deve intendersi come una misura complementare rispetto al finanziamento bancario e specifica che l'obiettivo dell'Unione dei mercati dei capitali è sia incrementare i fondi a disposizione per le società, sia ottenere una maggiore stabilità del sistema grazie alla differenziazione delle fonti di finanziamento.⁸¹ Infatti, la Commissione ritiene che sussistano due problematiche rispetto all'accesso alla quotazione delle PMI, una relativa alla domanda di fondi ed una relativa all'offerta. I mercati di crescita per le PMI, da poco introdotti dalla

⁷⁹ COMMISSIONE EUROPEA, *Communication from the Commission on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*, COM(2017) 292 final, 2017. Tale comunicazione è accompagnata da un'analisi economica aggiornata COMMISSION STAFF, *Economic analysis accompanying the document communication from the Commission on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*, SWD(2015) 183 final, 2017.

⁸⁰ COMMISSIONE EUROPEA, nt. 76.

⁸¹ «Rispetto a quelle di altre regioni del mondo, per i finanziamenti le imprese europee rimangono fortemente dipendenti dalle banche e relativamente meno dai mercati dei capitali. Mercati dei capitali più forti sarebbero fonti di finanziamento complementari rispetto agli istituti di credito e consentirebbero di: sbloccare maggiori investimenti per tutte le imprese, in particolare per le PMI, e per i progetti infrastrutturali; attrarre nell'UE più investimenti internazionali; rendere il sistema finanziario più stabile grazie alla disponibilità di un ventaglio più ampio di fonti di finanziamento», COMMISSIONE EUROPEA, nt. 76, 2.

Mifid II al momento della pubblicazione del libro verde, possono contribuire a risolvere entrambi i problemi.

Per quanto riguarda la domanda, oltre a questioni storico-culturali, il processo di quotazione delle PMI risulta essere particolarmente costoso⁸², soprattutto a causa della necessità di pubblicare un prospetto. La Commissione si propone pertanto di riesaminare il regime relativo alla regolamentazione del prospetto al fine «di rendere più agevole per le imprese (in particolare per le PMI) raccogliere capitali in tutta l'UE e favorire la diffusione dei mercati di crescita per le PMI».⁸³

Per quanto riguarda il lato dell'offerta di fondi, il finanziamento delle PMI è reso particolarmente complicato dalle maggiori asimmetrie informative, dovute alle minori informazioni disponibili, alla mancanza di ricerche di analisti finanziari ed alle modalità frammentarie di pubblicazione delle informazioni. Tali asimmetrie possono in parte essere risolte tramite rapporti di lunga durata con banche commerciali, che sviluppano una conoscenza approfondita della società – più approfondita rispetto a quella desumibile dai documenti disponibili al pubblico – e possono pertanto valutare in maniera più accurata il rischio di credito. Tuttavia, tale conoscenza più approfondita non può essere sviluppata dagli investitori che finanziano la società tramite il mercato dei capitali e, pertanto, le asimmetrie informative si traducono in un aumento del costo del capitale per le PMI.

Il libro verde esclude di risolvere il problema derivante dall'utilizzo di differenti modalità di redazione dei documenti contabili tramite la diretta applicazione degli *interational financial reporting standards*⁸⁴, a causa dell'aumento dei costi che questi comporterebbero per gli emittenti⁸⁵, rischiando di ridurre la domanda di finanziamenti sui mercati di crescita per le PMI. La Commissione si ripropone invece di elaborare «una norma contabile comune,

⁸² In particolare, per le offerte di minori dimensioni (inferiori ai 6 milioni di euro), la EU Ipo Task Force ha stimato che il costo dell'operazione si aggiri intorno al 10-15% del valore dell'operazione, rispetto al 5-8% per le operazioni che hanno un controvalore di 50-100 milioni di euro, EUROPEAN IPO TASK FORCE, *EU IPO Report*, 2015.

⁸³ COMMISSIONE EUROPEA, nt. 76, 11.

⁸⁴ Il documento di accompagnamento al libro verde riporta che anche l'ESMA ha espresso parere contrario all'applicazione degli standard IFRS alle società ammesse alla negoziazione su di un mercato di crescita per le PMI, COMMISSION STAFF, nt. 77, 26.

⁸⁵ COMMISSIONE EUROPEA, nt. 76, 15.

semplificata e di elevata qualità, adeguata alle società quotate in alcune sedi di negoziazione»⁸⁶, che «potrebbe diventare una componente dei mercati di crescita per le PMI ed essere disponibile per un uso più ampio».⁸⁷

Rispetto alle questioni evidenziate dal libro verde, il piano di azione⁸⁸ prevede specifiche attività che la Commissione deve intraprendere in modo da rafforzare l'accesso ai mercati di crescita per le PMI. La Commissione ritiene infatti che la creazione di tali mercati tramite la direttiva Mifid II possa avere un particolare impatto rispetto allo sviluppo di mercati locali e si ripropone di garantire che le disposizioni di attuazione della Mifid II rispettino il giusto equilibrio fra tutela degli investitori e riduzione degli oneri amministrativi per gli emittenti.⁸⁹ Inoltre, poiché a seguito di un'indagine condotta circa le ragioni per cui gli investitori tendono a non finanziare le PMI non quotate sui mercati regolamentati⁹⁰ è emerso che le cause principali sono la scarsa copertura da parte degli analisti finanziari e la necessità di ricevere informazioni supplementari rispetto a quelle diffuse obbligatoriamente, la Commissione reitera l'intenzione di vagliare la possibilità di prevedere specifici criteri contabili destinati agli emittenti quotati sui mercati di crescita per le PMI.⁹¹

Nonostante il libro verde ed il piano d'azione evidenziassero la necessità di creare una regolamentazione proporzionata per le società ammesse sui mercati di crescita, al momento della *mid-term review* del 2017 tali misure non erano ancora state adottate, probabilmente anche a causa della posticipazione della data per l'implementazione della Mifid II.⁹² La *mid-term review* individua sostanzialmente i medesimi elementi problematici per la quotazione delle PMI, già riscontrati

⁸⁶ Infatti, lo standard semplificato dall'International Accounting Standards Board per le PMI (cosiddette IFRS for SMEs) non deve essere utilizzato, per esplicita raccomandazione dello IASB, per le PMI quotate, sia su di un mercato regolamentato sia su di un sistema multilaterale di negoziazione, COMMISSIONE EUROPEA, nt. 77, 26. Ne consegue che, di fatto, non esistono altri standard a parte quelli nazionali derivanti dalla direttiva sui bilanci di esercizio (direttiva 2013/34/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013, L 182/19) e che è pertanto opportuno valutare se introdurre una nuova regolamentazione.

⁸⁷ COMMISSIONE EUROPEA, nt. 76, 15.

⁸⁸ COMMISSIONE EUROPEA, nt. 78.

⁸⁹ COMMISSIONE EUROPEA, nt. 78, 14.

⁹⁰ ECORYS, *Improving the market performance of business information services regarding listed SMEs*, 2013.

⁹¹ COMMISSIONE EUROPEA, nt. 78, 14.

⁹² Infatti, il termine per implementare la direttiva Mifid II dato agli Stati membri è stato dilazionato di un anno, slittando al 2018 rispetto all'originaria previsione del 2017.

nell'originario piano d'azione.⁹³ Tuttavia, la Commissione si impegna espressamente a rivedere alcuni elementi della legislazione settoriale – specialmente la Mifid II ed il regolamento sugli abusi di mercato – al fine di valutare se questi tengono in adeguata considerazione la condizione delle PMI e dei mercati di crescita per le PMI.⁹⁴

1.6. Le iniziative regolamentari successive alla mid-term review dell'Unione dei mercati dei capitali

Sebbene le parti della *mid-term review* dedicate alla questione siano brevissime, essa ha segnato sostanzialmente una svolta nell'approccio del legislatore europeo rispetto ai mercati di crescita per le PMI. Infatti, nel 2017, la Commissione ha lanciato una consultazione pubblica⁹⁵ espressamente diretta a raccogliere le opinioni degli operatori di mercato rispetto a potenziali modifiche regolamentari per gli emittenti ammessi alle negoziazioni sui mercati di crescita per le PMI. Le domande poste riguardano sia le cause dello scarso numero di società che si quotano sia specifiche iniziative regolamentari, mentre le risposte devono tenere in considerazione due limiti, che dimostrano l'intenzione della Commissione di intraprendere riforme specificamente dedicate ai mercati di crescita: da un lato, il *focus* delle risposte deve essere specifico rispetto ai mercati di crescita per le PMI e le società che qui possono quotarsi, piuttosto che rispetto al tema più generale delle PMI e mercati dei capitali. In secondo luogo, le risposte devono tenere in considerazione che le modifiche regolamentari non devono diminuire i presidi posti

⁹³ La questione degli standard contabili per la redazione del bilancio continua a non essere risolta, ma viene toccata esplicitamente solamente nel documento di accompagnamento alla comunicazione sulla *mid-term review*, ove si ribadisce l'importanza dell'elaborazione di uno standard che possa essere adottato volontariamente, prendendo spunto dal lavoro svolto dallo IASB: «A voluntary, tailor-made accounting solution, which could be used by companies admitted to trading on SME Growth Markets, could be another way to reduce structural informational barriers. The International Accounting Standards Board (IASB) is currently working on its disclosure and materiality projects, including the usability and accessibility of International Financial Reporting Standards (IFRS). This can be an important reference point for this work», COMMISSION STAFF, nt. 79, 49.

⁹⁴ COMMISSIONE EUROPEA, nt. 79, 11-12.

⁹⁵ COMMISSIONE EUROPEA, *Consultation document: building a proportionate regulatory environment to support SME listing*, 2017.

per la protezione degli investitori e la tutela dell'integrità del mercato, né i principi del diritto europeo che assicurano la fiducia nel mercato finanziario.⁹⁶

Mentre nel contesto dell'Unione dei mercati dei capitali la Commissione ha sviluppato diverse iniziative – principalmente regolamentari ed in minima parte fiscali – per favorire gli investimenti nelle PMI in generale⁹⁷, a partire dalla *mid-term review* la Commissione focalizza l'attenzione anche sui mercati di crescita per le PMI⁹⁸, con l'intenzione di creare un regime almeno in parte differenziato per gli emittenti ivi ammessi.⁹⁹

Facendo seguito a tale intenzione, la Commissione ha integrato la disciplina dei mercati di crescita, che fino al 2017 si componeva della sola Mifid II e del regolamento delegato (UE) 2017/565¹⁰⁰, emanando il regolamento delegato (UE) 2019/1011¹⁰¹, che ha modificato alcune delle condizioni di registrazione dei sistemi multilaterali come mercati di crescita, ed il regolamento (UE) 2019/2115¹⁰², al fine

⁹⁶ COMMISSIONE EUROPEA, nt. 95, 5.

⁹⁷ COMMISSIONE EUROPEA, nt. 95, 3.

⁹⁸ Si noti che nel documento di consultazione la raccolta di fondi addizionali è menzionata solo come uno fra i benefici della quotazione. Particolare attenzione è inoltre posta sul fatto che la possibilità di accedere al mercato dei capitali facilita gli investimenti di investitori professionali (venture capital e private equity) nella fase di crescita delle società (una delle funzioni del mercato azionario menzionate nell'introduzione del presente lavoro), COMMISSIONE EUROPEA, nt. 95, 3.

⁹⁹ Come si evince dal documento di consultazione, la Commissione stessa è stata spronata dal Parlamento Europeo e dal Consiglio ad adottare modifiche regolamentari che incentivino la quotazione sui mercati di crescita per le PMI: «However, more needs to be done on the regulatory side to ensure that SMEs can reap the full benefits of access to public markets, and especially to SME Growth Markets. In a resolution adopted on 19 January 2016, the European Parliament also called on the Commission and the Member States “to make active use of the SME Growth Market category in future financial services regulation”. On 29 June 2017, the Council underlined that it “welcome[d] the Commission's commitment to deliver a more proportionate regulatory environment to support SME listing on public markets, which – coupled with related non legislative actions – would further promote the development of equity capital markets across all Member States”», COMMISSIONE EUROPEA, nt. 95, 4.

¹⁰⁰ Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione, del 25 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva.

¹⁰¹ Regolamento delegato (UE) 2019/1011 della Commissione del 13 dicembre 2018 recante modifica del regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione per quanto riguarda talune condizioni di registrazione per promuovere l'uso dei mercati di crescita per le PMI ai fini della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio.

¹⁰² Regolamento (UE) 2019/2115 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 che modifica la direttiva 2014/65/UE e i regolamenti (UE) n. 596/2014 e (UE) 2017/1129 per quanto riguarda la promozione dell'uso dei mercati di crescita per le PMI.

di promuoverne l'uso. Inoltre, il regolamento prospetto¹⁰³ contiene alcune disposizioni espressamente indirizzate a ridurre gli oneri regolamentari a carico delle società che richiedono l'ammissione sui mercati di crescita e che intendono "trasferirsi" da un mercato di crescita ad un mercato regolamentato.

Peraltro, l'attività regolamentare da parte del legislatore europeo volta a modificare la disciplina per gli emittenti ammessi sui mercati non pare destinata a rallentare: infatti, la comunicazione della Commissione Europea del 2020¹⁰⁴ che delinea il nuovo piano d'azione relativo all'Unione dei mercati dei capitali evidenzia come dopo la crisi legata all'epidemia Covid-19 le imprese avranno ancora maggior bisogno di capitali di rischio, rendendo necessaria una ulteriore semplificazione delle regole per la quotazione delle PMI.

1.7. Conclusioni

Il capitolo ha ricostruito la genesi e la creazione dei mercati di crescita per le PMI. Ha individuato nelle difficoltà di accesso al credito bancario (e nelle sue nefaste conseguenze macroeconomiche) la causa che ha spinto il legislatore europeo a creare un'infrastruttura regolamentare che favorisse l'accesso al sistema di *market-based* finance da parte delle PMI. Ha successivamente analizzato come, dopo la creazione dei mercati di crescita per le PMI, gli stessi siano diventati un catalizzatore di iniziative regolamentari elaborate nel contesto dell'Unione dei mercati dei capitali.

I prossimi capitoli analizzeranno, all'interno della cornice degli obiettivi del legislatore europeo, l'architettura regolamentare dei mercati di crescita, in modo da studiare, risolvendo i problemi interpretativi che si presentano, come siano stati

¹⁰³ Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE.

¹⁰⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni. Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, COM(2020) 590 final, 24 settembre 2020.

contemperati i diversi e parzialmente contrastanti obiettivi sottostanti alla creazione dei mercati di crescita stessi.

CAPITOLO SECONDO

LA REGISTRAZIONE DEI MERCATI DI CRESCITA

SOMMARIO: 2.1. Introduzione. - 2.2. Le sedi di negoziazione nella Mifid II. - 2.2.1. La nuova tassonomia delle sedi di negoziazione. - 2.3. I mercati di crescita per le PMI. - 2.4. Le funzioni dei mercati di crescita. - 2.5. In generale: la registrazione come mercato di crescita. - 2.5.1. Regole, sistemi e procedure. - 2.5.2. Definizione PMI e quantità di PMI ammesse alle negoziazioni. - 2.5.3. La definizione delle PMI che non emettono strumenti di capitale ammessi alle negoziazioni sui mercati di crescita. - 2.5.4. Il calcolo del 50%. - 2.5.5. Mantenere il requisito del 50%?. - 2.5.6. Strumenti finanziari che possono essere ammessi alle negoziazioni. - 2.5.7. Prospetto. - 2.5.8. Diffusione delle informazioni. - 2.5.9. Abusi di mercato. - 2.5.10. Liquidità. - 2.6. La natura minimale dei requisiti. - 2.7. Il processo di registrazione. - 2.8. Revoca della registrazione. - 2.9. Dual listing. - 2.10. Conclusioni.

2.1. Introduzione

Come è stato evidenziato nel primo capitolo, facilitare il finanziamento delle PMI e la condivisione privata dei rischi sono gli obiettivi principali perseguiti tramite l'Unione dei mercati dei capitali. Quanto meno a partire dalla *mid-term review*, i mercati di crescita per le PMI sono diventati un catalizzatore per modificare specifiche disposizioni applicabili agli emittenti di minori dimensioni e perseguire principalmente il primo obiettivo.

Tuttavia, i mercati di crescita per le PMI non rappresentano una categoria autonoma di sedi di negoziazione, ma bensì una sottocategoria di sistemi multilaterali di negoziazione. Ove non espressamente derogate dalla disciplina specifica, dunque, ai mercati di crescita si applicano le norme sulla gestione dei sistemi multilaterali ed agli strumenti finanziari ivi ammessi alla negoziazione si applicano le disposizioni relative agli strumenti ammessi sui sistemi multilaterali.

Questa osservazione, di per sé indiscutibile se ci si limita alla semplice lettura del dettato normativo, non può tuttavia non essere problematizzata qualora ci si confronti con l'architettura che il legislatore ha previsto per i mercati di crescita per le PMI. È infatti pacifico che la principale distinzione economica, che determina il

differente trattamento giuridico, fra i sistemi multilaterali di negoziazione ed i mercati regolamentati sia che i secondi forniscono altresì un servizio di *listing* – di ammissione alla quotazione – e non solamente di *trading* – di ammissione alla negoziazione. Mentre alcuni sistemi multilaterali svolgono anche una funzione di *listing*, questo elemento non è sempre presente e non è caratterizzante della loro funzione economica. Mentre il legislatore europeo ha incardinato la disciplina dei mercati di crescita per le PMI su quella dei sistemi multilaterali di negoziazione, ha *istituzionalizzato* il potere e la funzione di questi ultimi come regolatori della qualità degli emittenti, andando oltre quanto previsto dalle condizioni per l'ammissione alla negoziazione sui “semplici” sistemi multilaterali di negoziazione.

Ne consegue che prima di approssicare la regolamentazione specifica dedicata ai mercati di crescita, è necessario mappare brevemente come la Mifid II abbia riorganizzato (in maniera incisiva) le disposizioni relative alle sedi di negoziazione¹⁰⁵ in Europa.¹⁰⁶ Tale analisi permetterà di comprendere quale sia la base normativa su cui le disposizioni dei mercati di crescita per le PMI si innestano e di analizzare se e come le funzioni ulteriori che i mercati di crescita per le PMI svolgono rispetto ai tradizionali sistemi multilaterali richiedano l'applicazione analogica di singole disposizioni, oppure di principi relativi ai mercati regolamentati ed agli emittenti ivi quotati. Permetterà inoltre di mettere in evidenza

¹⁰⁵ Per un'analisi di come la proposta della Commissione relativa alla riforma della direttiva Mifid interagisca con l'obiettivo di livellare la regolamentazione delle diverse sedi di negoziazione e risolvere i problemi posti dalla frammentazione degli scambi su sedi di negoziazione differenti si veda N. J. CLAUSEN-K. E. SØRENSEN, *Reforming the regulation of trading venues in the EU under the proposed MiFID II – Levelling the playing field and overcoming fragmentation?*, in *European company and financial law review*, 2012, 9, 275 ss.

¹⁰⁶ Sarebbe invece estraneo all'oggetto del presente lavoro affrontare in ottica storica la regolamentazione dei mercati (o, per utilizzare l'attuale terminologia, delle sedi di negoziazione), approfondendo come la stessa si sia evoluta nel corso dell'ultimo secolo. Brevi analisi possono essere rinvenute in M. SEPE, *La nuova regolamentazione dei mercati finanziari*, Padova, 2016, 8-23; R. GHETTI, *La disciplina dei sistemi di negoziazione: profili strutturali*, in *Nuove Leggi civ. comm.*, 2019, 994-998. Un'affascinante ricostruzione storica delle caratteristiche del listino milanese, attraverso una meticolosa analisi delle società che ivi sono state quotate è rinvenibile in G. DE LUCA, *Dall'economia industriale all' "industria" della finanza: le società quotate al listino azionario della Borsa di Milano dal 1861 al 2000*, in *Le società quotate alla Borsa Valori di Milano dal 1861 al 2000. Profili storici e titoli azionari*, a cura di G. De Luca, Milano, 2002, 25 ss.; G. SICILIANO, *Cento anni di borsa in Italia*, Bologna, 2001. Per un'analisi concentrata sull'evoluzione dei mercati borsistici nei decenni più recenti si veda invece F. CESARINI, *Il processo di evoluzione delle borse in Italia e in Europa: tra presente e futuro*, in *Bancaria*, 54, 1998, 89 ss., e P. CIOCCA, *La nuova finanza in Italia. Una difficile metamorfosi (1980-2000)*, Torino, 2000.

come sia propriamente la funzione di *listing*, piuttosto che quella di *trading*, la cifra caratteristica dei mercati di crescita (ed anche dei mercati regolamentati): infatti, come risulta anche dalle definizioni del t.u.f. i sistemi multilaterali di negoziazione ed i mercati regolamentati non differiscono in maniera significativa dal punto di vista delle modalità di organizzazione degli scambi.

2.2. Le sedi di negoziazione nella Mifid II

La formulazione delle definizioni delle diverse sedi di negoziazione è stata cruciale nelle trattative per la redazione della direttiva Mifid I, che aveva incisivamente regolato la materia a livello europeo. Il passaggio dalla Mifid I alla Mifid II ha segnato tuttavia uno snodo significativo, marcato dalla fondamentale differenza di approccio alla regolamentazione delle sedi di negoziazione e dei principî che la ispirano. Infatti, la Mifid I aveva adottato un approccio che facilitasse “l’innovazione” rispetto alle pratiche di *trading* e che incentivasse, di conseguenza, lo sviluppo di processi di mercato in un contesto in cui la concentrazione degli scambi era stata eliminata. Inoltre, il regime della Mifid I tendeva a facilitare gli scambi che avvenivano *over the counter*.¹⁰⁷ Al contrario¹⁰⁸, la Mifid II ha adottato un approccio che cerca distintamente di plasmare e costruire il mercato, con lo scopo che quanto meno gli scambi delle azioni avvengano su sedi di negoziazione disciplinate in maniera simile, assicurando la massima trasparenza.¹⁰⁹ Inoltre, cerca di ridurre lo spazio per gli scambi *over the counter*.¹¹⁰

Di conseguenza, la Mifid II ha reintrodotta, quanto meno per le azioni, un principio simile a quello di concentrazione degli scambi¹¹¹ ed ha previsto una

¹⁰⁷ N. MOLONEY, *EU securities and financial markets regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2014, 461.

¹⁰⁸ Ritiene invece che «le linee di tendenza della MiFID sono rese più esplicite con la MiFID II», suggerendo l’idea della continuità fra i principî ispiratori delle due direttive V. TROIANO, *Sistemi di negoziazione. Mercati regolamentati*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, 1011.

¹⁰⁹ Sia *pre-trade* che *post-trade*.

¹¹⁰ N. MOLONEY, nt. 107, 461.

¹¹¹ F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme, tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018, 1124.

categoria di sistemi multilaterali residuale, in modo da ridurre gli scambi di strumenti finanziari che avvengono *over the counter*.

2.2.1. La nuova tassonomia delle sedi di negoziazione

La nozione centrale per ricostruire la tassonomia delle sedi di negoziazione come articolate nella Mifid II è quella di sistema multilaterale¹¹², che costituisce l'architrave nonché l'elemento comune delle tre fattispecie che compongono le sedi di negoziazione. L'art. 1, comma 5-*bis*.1 t.u.f. definisce il sistema multilaterale come «un sistema che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e vendita di terzi relativi a strumenti finanziari».¹¹³ Gli elementi centrali della nozione sono dunque due: da un lato la sistematicità¹¹⁴ e dall'altro la multilateralità.¹¹⁵ Per quanto riguarda la sistematicità, questa presuppone la sussistenza di un'organizzazione per lo svolgimento delle negoziazioni, comprensiva di un sistema di regole e di una struttura logistica per lo svolgimento delle negoziazioni.¹¹⁶

Se il concetto di molteplicità degli interessi di acquisto e di vendita integra la nozione di sistematicità¹¹⁷, la qualificazione che gli interessi devono essere «di terzi» costituisce la cifra distintiva del concetto di multilateralità, caratterizzato dal fatto che il gestore del sistema non è necessariamente parte degli scambi.¹¹⁸ Ne consegue che non è tanto il numero di soggetti che operano sul mercato ad essere l'elemento determinante, ma piuttosto la struttura relazionale degli scambi che vengono effettuati.¹¹⁹

¹¹² R. GHETTI, nt. 106, 1001.

¹¹³ Considera tale definizione sostanzialmente tautologica M. CIAN, *I sistemi multilaterali e i mercati «semiregolamentati»*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, 1128.

¹¹⁴ La sistematicità non è tuttavia esclusiva dei sistemi multilaterali, essendo condivisa altresì dagli internalizzatori sistematici che costituiscono pertanto sistemi di negoziazione, ma non sistemi multilaterali.

¹¹⁵ I due concetti non sono tuttavia necessariamente collegati, R. GHETTI, nt. 106, 1006.

¹¹⁶ D. I. PACE, *Le negoziazioni organizzate di strumenti finanziari*, in *Nuovo dir. soc.*, 2016, 1, 7.

¹¹⁷ R. GHETTI, nt. 106, 1001.

¹¹⁸ R. GHETTI, nt. 106, 1002.

¹¹⁹ M. CIAN, nt. 113, 1129.

L'oggetto immediato della fattispecie è costituito dall'interazione degli interessi di acquisto e di vendita¹²⁰, mentre l'oggetto mediato – il fatto che gli interessi riguardino strumenti finanziari – delimita il perimetro dei mercati che richiedono una regolamentazione speciale.¹²¹ L'ambiente di negoziazione è caratterizzato da due elementi portanti: un contesto di regole ed uno spazio tecnico operativo.¹²² Tuttavia, mentre il sistema multilaterale può anche essere costituito esclusivamente dal sistema di regole, anche in assenza di una piattaforma predisposta dal gestore della sede di negoziazione¹²³, non è tuttavia possibile che difetti la dimensione regolamentare, che costituisce elemento distintivo dei sistemi multilaterali¹²⁴, a prescindere dal fatto che gli scambi avvengano in base a regole discrezionali o meno.

Il concetto di sistema multilaterale costituisce il perno intorno al quale sono organizzate le tre definizioni delle sedi di negoziazione¹²⁵, e cioè quelle di mercato regolamentato, sistema multilaterale di negoziazione e sistema organizzato di negoziazione.

Il mercato regolamentato è definito dall'art. 1, comma primo, lett. *w-ter*) t.u.f. come «sistema multilaterale amministrato e/o gestito da un gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente e conformemente alla parte III». La definizione ripercorre dunque gli elementi caratteristici dei sistemi multilaterali¹²⁶ che sono stati descritti in precedenza, mentre il concetto di facilitazione degli scambi

¹²⁰ R. GHETTI, nt. 106, 1001.

¹²¹ R. GHETTI, nt. 106, 1002.

¹²² M. CIAN, nt. 113, 1128.

¹²³ C. MOTTI, *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, 2010, Bologna, 684 ss.

¹²⁴ M. CIAN, nt. 113, 1129.

¹²⁵ Il concetto di sede di negoziazione non ha invece una valenza innovativa, poiché è definito esclusivamente sulla base dei sistemi multilaterali che ne fanno parte. L'art. 1, comma 5-*octies*, lett. c) t.u.f. definisce infatti le sedi di negoziazione come «un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione».

¹²⁶ R. GHETTI, nt. 106, 1002.

piuttosto che di consentire gli scambi non pare avere una portata precettiva autonoma¹²⁷ e distintiva.¹²⁸ Una caratteristica ulteriore del mercato regolamentato, condivisa con i sistemi multilaterali di negoziazione, consiste nel fatto che le regole di incontro degli interessi di acquisto e vendita devono essere non discrezionali.¹²⁹ La non discrezionalità degli scambi non consente pertanto di discriminare fra un mercato regolamentato ed un semplice sistema multilaterale di negoziazione – distinzione necessaria in quanto la qualifica di mercato regolamentato ha importanti conseguenze sia per gli emittenti ammessi alla negoziazione che per il gestore dello stesso.¹³⁰

L'elemento discriminante non potrà che essere pertanto rinvenuto nell'ultima locuzione della definizione e cioè che il sistema è autorizzato e funziona regolarmente conformemente alla parte terza del t.u.f. Nonostante facciano parte della definizione, bisogna domandarsi se tali elementi attengano alla fattispecie mercato regolamentato oppure siano elementi della disciplina. Sebbene alcuni autori abbiano ritenuto che gli elementi facciano parte della disciplina e non della fattispecie¹³¹, il quesito merita una risposta che distingue fra i diversi elementi menzionati. Infatti, il rispetto delle norme della parte terza ed il funzionamento regolare concernono evidentemente la disciplina dell'istituto.¹³² La constatazione è evidente qualora si consideri che il funzionamento non regolare oppure il mancato

¹²⁷ Sottolinea che le diverse sfumature lessicali non assumono rilevanza poiché la funzione di «dar luogo a contratti» della sede di negoziazione rimane invariata M. CIAN, nt. 113, 1130.

¹²⁸ R. GHETTI, nt. 106, 1003.

¹²⁹ I sistemi organizzati di negoziazione possono invece abbinare gli ordini secondo criteri discrezionali.

¹³⁰ Cian evidenzia che non sussiste nessuna specifica differenza dal punto di vista strutturale, né funzionale fra i mercati regolamentati ed i sistemi multilaterali di negoziazione, ma che la distinzione si collochi sul piano amministrativo, M. CIAN, nt. 113, 1131.

¹³¹ È la tesi sostenuta da R. GHETTI, nt. 106, 1004: l'Autore nota come i tre elementi (autorizzazione, funzionamento regolare e rispetto delle norme contenute nella parte terza) non possano essere posti sullo stesso piano. Infatti, il rispetto delle norme della parte terza ricomprende sia le disposizioni circa il funzionamento regolare che le condizioni per poter ottenere l'autorizzazione. Tuttavia, sebbene sia innegabile che gli elementi debbano essere posizionati su di un piano differente, questo non comporta automaticamente che tutti e tre pertengano esclusivamente alla disciplina. Ritiene altresì che sia l'autorizzazione che la regolarità di funzionamento menzionati dalla nozione di mercato regolamentato si riferiscano ad elementi di disciplina V. TROIANO, nt. 108, 1018.

¹³² Rispetto a questi due elementi, appare pertanto condivisibile l'analisi di R. GHETTI, nt. 106, 1004.

di altre disposizioni potrà semmai comportare la revoca dell'autorizzazione, e non certamente che il sistema multilaterale, autorizzato come mercato regolamentato, cessi di esserlo.

Non merita pertanto di essere condivisa l'impostazione della Corte di Giustizia dell'Unione Europea, la quale, chiamata a pronunciarsi in materia¹³³, ha equiparato l'autorizzazione al rispetto delle disposizioni sul funzionamento del mercato¹³⁴, affermando che: «per essere qualificato come «mercato regolamentato» ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva 2004/39, un mercato degli strumenti finanziari deve essere autorizzato ad operare in qualità di mercato regolamentato e, dall'altro, che il suo funzionamento conforme ai requisiti previsti dal titolo III di tale direttiva costituisce una condizione essenziale per il conseguimento ed il mantenimento di detta autorizzazione.»¹³⁵ Infatti, il funzionamento conforme alle disposizioni relative ai mercati regolamentati non può che darsi in concreto, dopo che il mercato è stato autorizzato e ha cominciato a funzionare *in quanto* mercato regolamentato.

La questione emerge in maniera lampante dal dettato della disciplina di implementazione nazionale. Infatti, la Consob rilascia l'autorizzazione ad operare come mercato regolamentato ai sistemi che ottemperano alle disposizioni di legge¹³⁶ e dopo aver accertato che il gestore del mercato rispetti i requisiti previsti

¹³³ Sebbene la decisione concernesse l'interpretazione della direttiva Mifid I, il ragionamento della Corte può essere discusso anche con riguardo alla disciplina contenuta nella Mifid II e nella disciplina italiana che l'ha implementata.

¹³⁴ Nella menzionata decisione la Corte di Giustizia ha invece affermato che l'iscrizione di un mercato regolamentato nell'elenco dei mercati regolamentati non rappresenta un elemento costitutivo della fattispecie e «che l'articolo 47 della direttiva 2004/39 dev'essere interpretato nel senso che l'iscrizione di un mercato nell'elenco dei mercati regolamentati previsto da detto articolo non costituisce una condizione necessaria per qualificare tale mercato come mercato regolamentato ai sensi della citata direttiva» C.J.E.U., causa C-248/11, par. 55, disponibile sul sito www.curia.eu.

¹³⁵ C. Giust. UE, sez. II, sent. 22 marzo 2012, causa C-248/11, in *Dir. pubbl. comparato ed europeo*, 2012, 1087 ss. par. 43, disponibile sul sito www.curia.eu.

¹³⁶ Art. 64-*quarter*, comma primo t.u.f. L'autorizzazione è pertanto rilasciata per il singolo mercato, F. ANNUNZIATA, nt. 111, 1126. Al contrario, per quanto riguarda i sistemi multilaterali di negoziazione, l'autorizzazione concerne la prestazione del servizio di investimento e non il singolo sistema, M. CIAN, nt. 113, 1131. Ne consegue che la società di gestione di un mercato regolamentato dovrà domandare specifiche autorizzazioni per ciascun mercato, mentre la società autorizzata a prestare il servizio di investimento di gestione di sistema multilaterale di negoziazione potrà gestire più sistemi, G. FERRARINI-N. MOLONEY, *Reshaping order execution in the EU and the role of interest groups: from MiFID I to MiFID II*, in *European business organization law review*, 2012, 569; A. FELICI-S. D'IPPOLITO, *I sistemi multilaterali di negoziazione*, in *La MiFID in Italia. La*

dal t.u.f.¹³⁷ e che «il regolamento del mercato è conforme alla disciplina dell'Unione europea e idoneo ad assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori».¹³⁸ Di conseguenza, l'autorizzazione ad operare come mercato regolamentato non potrà che conseguire ad una valutazione prognostica rispetto all'attitudine a rispettare le disposizioni relative alla disciplina del mercato, che avrà in particolare ad oggetto l'organizzazione del mercato, della società di gestione ed il regolamento dello stesso. Al contrario, il corretto funzionamento – per ragioni logico-cronologiche prima che giuridiche – non potrà essere condizione né per l'autorizzazione, né per l'attribuzione dello *status* di mercato regolamentato alla sede di negoziazione.

Questa impostazione è confermata anche dal fatto che la violazione grave e sistematica delle disposizioni relative al mercato può comportare l'adozione del provvedimento di revoca dell'autorizzazione ad operare come mercato regolamentato¹³⁹, senza inficiare la qualifica del mercato per il periodo precedente.

Chiarito che il funzionamento in maniera conforme alle disposizioni che regolano l'attività del mercato regolamentato non costituisce un elemento della fattispecie, si deve riconoscere che diverso discorso vale invece per l'autorizzazione, che costituisce parte della fattispecie, e non della disciplina: non può esistere mercato regolamentato in assenza di autorizzazione.¹⁴⁰

Questa tesi risulta confermata da due elementi. L'autorizzazione dell'autorità di vigilanza – dopo aver accertato la sussistenza dei requisiti di legge - costituisce la cifra distintiva del mercato regolamentato rispetto ai sistemi multilaterali di negoziazione. Il regime del mercato regolamentato costituisce dunque un regime opzionale¹⁴¹, con la conseguenza che non può esistere un mercato regolamentato in

nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari, a cura di L. Zitiello, 2009, Torino, 771 ss.; G. LUPI, *Art. 1*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di Fratini e Gasparri, Torino, 2012, 45 ss.

¹³⁷ Art. 64-*quarter*, comma tre, lett. a) t.u.f.

¹³⁸ Art. 64-*quarter*, comma tre, lett. b) t.u.f.

¹³⁹ Art. 64-*quinqües*, comma primo, lett. c) t.u.f.

¹⁴⁰ D. I. PACE, nt. 116, 5; C. MOTTI, nt. 123, 685; M. CIAN, nt. 113, 1132.

¹⁴¹ D. I. PACE, nt. 116, 19.

assenza di autorizzazione.¹⁴² La gestione di un sistema multilaterale in difetto di autorizzazione comporterà invece l'esercizio abusivo della prestazione di un servizio di investimento – e nello specifico quello di gestione di un sistema multilaterale di negoziazione – in assenza di autorizzazione.¹⁴³ L'assenza di sanzioni specifiche per la gestione di un mercato regolamentato senza autorizzazione conferma pertanto che il regime è opzionale e che l'autorizzazione è parte della fattispecie.¹⁴⁴

I sistemi multilaterali di negoziazione sono definiti invece dall'art. 1, comma 5-*octies*, lett. a) t.u.f. come «un sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti conformemente alla parte II e alla parte III». Anche tale definizione ricomprende gli elementi fondamentali del sistema multilaterale¹⁴⁵, nonché la caratteristica che le regole per l'incontro della domanda e dell'offerta di strumenti finanziari devono essere non discrezionali.

Gli elementi distintivi rispetto ai mercati regolamentati presenti nella definizione sono pertanto due. Da un lato, il soggetto che gestisce il sistema multilaterale può essere sia un gestore del mercato, sia un'impresa d'investimento¹⁴⁶ e la disciplina dei sistemi è contenuta sia nella parte II del t.u.f.

¹⁴² Ritengono che la compresenza di sistemi multilaterali funzionalmente identici, ma che si differenziano dal punto di vista amministrativo, attraggano l'autorizzazione del mercato regolamentato dal piano della disciplina a quello della fattispecie M. CIAN, nt. 113, 1132; C. MOTTI, nt. 123, 685.

¹⁴³ Art. 166, comma primo, lett. a) t.u.f.

¹⁴⁴ Valorizza il medesimo elemento per giungere alla stessa conclusione – anche se direttamente in relazione alla disciplina europea e non a quella nazionale di implementazione – D. I. PACE, nt. 116, 19.

¹⁴⁵ Il concetto di multilateralità è in questo caso qualificato dalla disposizione dell'art. 65-*bis*, comma primo, lett. d) t.u.f. che richiede che il gestore di un sistema multilaterale di negoziazione (ma anche di un sistema organizzato di negoziazione) disponga di «almeno tre membri o partecipanti o clienti concretamente attivi, ciascuno dei quali con la possibilità di interagire con tutti gli altri per quanto concerne la formazione dei prezzi». Secondo M. CIAN, nt. 113, 1130 questo elemento costituirebbe un elemento della fattispecie e non della disciplina.

¹⁴⁶ Ciò comporta altresì la conseguenza che quando un sistema multilaterale di negoziazione è gestito da un intermediario la disciplina del soggetto che gestisce la sede di negoziazione non sarà quella dei gestori dei mercati regolamentati, ma quella prevista per gli intermediari, F. ANNUNZIATA, nt. 136, 1127.

(relativa agli intermediari) che nella parte III (relativa ai mercati), in coerenza con la natura di servizio di investimento¹⁴⁷ della gestione del sistema multilaterale.¹⁴⁸ Dall'altro lato, non è fatta menzione alcuna dell'autorizzazione come elemento determinante della fattispecie, in maniera coerente con la sanzionabilità dell'abusivismo nella prestazione del servizio di investimento di gestione di sistema multilaterale di negoziazione.¹⁴⁹

Questa ricostruzione conferma pertanto quanto si affermava in precedenza circa la distinzione fra mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione: la cifra distintiva non risiede nelle modalità di organizzazione degli scambi.

Un elemento centrale che distingue i mercati regolamentati dai sistemi multilaterali – senza attenere alla fattispecie, né alla disciplina specifica del mercato – è che la parte del t.u.f. destinata agli emittenti non si applica alle società i cui titoli sono ammessi alla negoziazione su di un sistema multilaterale. Di conseguenza, salva l'applicazione delle disposizioni relative alle società che fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio quando ne ricorrano le condizioni, il regime comune delle s.p.a. si applicherà a tali società e non saranno invece applicabili le disposizioni relative agli emittenti quotati. Inoltre, sono parzialmente differenti le regole che concernono l'ammissione alle negoziazioni¹⁵⁰ sui mercati regolamentati e sui sistemi multilaterali di negoziazione¹⁵¹, oltre che le regole che concernono l'informazione, sia iniziale che continuativa da fornire al mercato da parte degli emittenti.¹⁵² Tali elementi, che non attengono propriamente alla disciplina del mercato, sono essenziali per comprendere la portata e l'innovatività delle caratteristiche distintive del mercato di crescita per le PMI, ove il potere-dovere del

¹⁴⁷ Afferma che il baricentro della disciplina dei sistemi multilaterali di negoziazione si muove verso la disciplina degli intermediari R. GHETTI, nt. 106, 1004.

¹⁴⁸ Come previsto dall'all. 1, sez. A, n. 8) t.u.f.

¹⁴⁹ Art. 166, comma primo, lett. a) t.u.f.

¹⁵⁰ Mentre per i sistemi multilaterali di negoziazione l'ammissione alle negoziazioni è interamente demandata alla società di gestione, l'ammissione alle negoziazioni sui mercati regolamentati segue una sorta di "doppio binario", poiché la società di gestione decide sull'ammissione alla quotazione, mentre l'autorità di vigilanza deve approvare il prospetto d'offerta, F. ANNUNZIATA, "Nuovi mercati" e ruolo delle società di gestione, in *Nuove Leggi civ. comm.*, 2018, 1244.

¹⁵¹ M. MOSCO, *La disciplina dei sistemi multilaterali di negoziazione*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2011, 523; F. ANNUNZIATA, nt. 136, 1127.

¹⁵² M. MOSCO, nt. 151, 524.

gestore del mercato di richiedere determinati requisiti organizzativi agli emittenti non solo è istituzionalizzato, ma è condizione perché il sistema multilaterale di negoziazione venga registrato come mercato di crescita.

Il quadro delle sedi di negoziazione è stato completato dalla Mifid II, al fine precipuo di ridurre il numero degli scambi che avvengono al di fuori delle sedi di negoziazione (e di estendere la portata applicativa delle norme che si applicano agli strumenti finanziari ivi negoziati) con l'introduzione della categoria dei sistemi organizzati di negoziazione, definiti dall'art. 1, comma 5-*octies* t.u.f. come «un sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o da un sistema multilaterale di negoziazione che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissioni e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti conformemente alla parte II e alla parte III». La definizione, introdotta dalla Mifid II espressamente al fine di ricondurre alla disciplina relativa agli strumenti negoziati¹⁵³ sulle sedi di negoziazione scambi che altrimenti avvenivano *over the counter*¹⁵⁴, è residuale¹⁵⁵ e “chiude” il sistema delle sedi di negoziazione.¹⁵⁶ Inoltre, sebbene i sistemi organizzati di negoziazione presentino il carattere della multilateralità¹⁵⁷, si differenziano rispetto ai sistemi multilaterali di negoziazione¹⁵⁸

¹⁵³ La fattispecie del sistema organizzato di negoziazione è stata espressamente proposta dalla Commissione Europea al fine di ridurre l'arbitraggio normativo, P. LUCANTONI, *Il mercato dei derivati: note preliminari ad uno studio sistematico*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, I, 196.

¹⁵⁴ Nelle c.d. *dark pools*, D. I. PACE, *I sistemi organizzati di negoziazione nella proposta di revisione della MiFID: un primo raffronto con le altre sedi di negoziazione*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2012, I, 489.

¹⁵⁵ R. GHETTI, nt. 106, 1005.

¹⁵⁶ Ghetti afferma che «[è] inoltre possibile osservare che con l'avvento del regime MiFID II l'organizzazione dei sistemi di negoziazione ha subito una modifica sostanziale: introducendo il sistema organizzato di negoziazione si è passati da un complesso di norme aperto, capace di tollerare fattispecie atipiche e non regolamentate, ad un sistema chiuso, dotato di una fattispecie residuale che assoggetta a regolamentazioni quelle già escluse dal perimetro della disciplina», R. GHETTI, nt. 106, 1008.

¹⁵⁷ Da un punto di vista strettamente teorico, la neutralità rispetto ad alcuni scambi da parte del gestore non è un requisito necessario della multilateralità. Come rileva Pace: «da un punto di vista teorico la neutralità del gestore non è un elemento indispensabile affinché un sistema di negoziazione possa qualificarsi come multilaterale, essendo a tal fine necessario e sufficiente che vi sia una pluralità di controparti potenzialmente diverse, ivi compreso eventualmente l'organizzatore degli scambi». La possibilità di partecipare o meno agli scambi del gestore del sistema multilaterale attiene pertanto alla disciplina delle sedi di negoziazione, D. I. PACE, nt. 116, 11-13.

¹⁵⁸ Per un'analisi delle differenze fra i sistemi organizzati di negoziazione e gli altri sistemi di negoziazione si veda D. I. PACE, nt. 154, 485 ss.

per due elementi: da un lato, non è necessario che l'incontro fra interessi di acquisto e di vendita avvenga in base a regole non discrezionali; dall'altro lato, l'oggetto mediato dell'attività di negoziazione è limitato specificamente ad alcune categorie di strumenti finanziari¹⁵⁹, fra i quali non rientrano le azioni.

Infine, per quanto non costituiscano una sede di negoziazione, il complesso dei sistemi di negoziazione è completato dalla disciplina degli internalizzatori sistematici, che propriamente prestano un servizio di investimento, definiti dall'art. 1, comma 5-ter t.u.f. come «l'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale negozia per conto proprio eseguendo gli ordini dei clienti al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione senza gestire un sistema multilaterale. Il modo frequente e sistematico si misura per numero di negoziazioni fuori listino (OTC) su strumenti finanziari effettuate per conto proprio eseguendo gli ordini dei clienti. Il modo sostanziale si misura per dimensioni delle negoziazioni OTC effettuate dal soggetto su uno specifico strumento finanziario in relazione al totale delle negoziazioni effettuate sullo strumento finanziario dal soggetto medesimo o all'interno dell'Unione europea». L'internalizzatore sistematico presenta – in comune con i sistemi multilaterali - il carattere della sistematicità della negoziazione¹⁶⁰, ma non quello della multilateralità.¹⁶¹ L'attività di negoziazione, che comporta la contemporanea prestazione dei servizi di investimento di negoziazione per conto proprio e per conto dei clienti, è sempre bilaterale.

2.3. I mercati di crescita per le PMI

Chiarita l'articolazione delle sedi di negoziazione dopo la direttiva Mifid II, possiamo analizzare quali siano i tratti caratteristici dei mercati di crescita per le

¹⁵⁹ R. GHETTI, nt. 106, 1005.

¹⁶⁰ Secondo la ricostruzione di Ghetti, il fatto che sia le sedi di negoziazione che l'internalizzatore sistematico condividano il carattere della sistematicità comporta che la locuzione «sistema di negoziazione» sia da preferire rispetto alle altre che si rinvencono, sebbene senza portata precettiva, nella regolamentazione europea, R. GHETTI, nt. 106, 1007.

¹⁶¹ R. GHETTI, nt. 106, 1006.

PMI, che non risiedono nelle modalità di articolazione degli scambi, come è stato dimostrato nel paragrafo precedente. La parte restante di questo capitolo si concentrerà sulla disciplina del regolamento mercato, mentre i successivi capitoli analizzeranno cosa comporti, sia per gli emittenti, sia per gli investitori, lo *status* di società i cui titoli sono ammessi alla negoziazione su di un mercato di crescita per le PMI. Infatti, come è stato argomentato in precedenza, il regolamento del mercato è il primo strumento che dovrebbe consentire il bilanciamento fra i requisiti aggiuntivi, richiesti per la protezione degli investitori, e la riduzione degli oneri regolamentari a carico degli emittenti rispetto ai mercati regolamentati.

La norma chiave in materia è l'art. 69 t.u.f., introdotto dal d.lgs. n. 129 del 3 agosto 2017, che ha implementato la direttiva Mifid II. Il concetto di mercato di crescita per le PMI costituisce una novità nel panorama legislativo italiano (ed in generale in quello europeo), e non ha corrispondenti nella legislazione precedente. Infatti, per quanto anche prima dell'implementazione della Mifid II fossero diffusi sistemi multilaterali di negoziazione espressamente dedicati alle PMI, gli stessi non avevano una regolamentazione *ad hoc* che li differenziava dai sistemi multilaterali. D'altra parte, gli stessi considerando della direttiva precisano che la registrazione come mercato di crescita per le PMI costituisce un atto volontario e non obbligatorio per i gestori di sistemi multilaterali che intendano gestire un sistema dedicato specificamente a queste società.¹⁶²

Ne consegue che l'emanazione del provvedimento di registrazione del sistema multilaterale come mercato di crescita per le PMI - la cui richiesta deriva da una libera scelta del gestore¹⁶³ - costituisce un elemento che attiene alla fattispecie¹⁶⁴, e

¹⁶² Il fatto che la registrazione sia puramente volontaria dovrebbe comportare altresì che anche sistemi multilaterali possano essere "pubblicizzati" come specificamente dedicati alle PMI, per quanto dovrebbe rimanere vietato suggerire che tali sistemi multilaterali rispettino la normativa specifica dell'art. 69 t.u.f.

¹⁶³ D. I. PACE, nt. 116, 20.

¹⁶⁴ Come confermato pure dalla definizione dei mercati di crescita fornita dall'art. 61, comma primo, lett. g) t.u.f.: «un sistema multilaterale di negoziazione registrato come un mercato di crescita per le PMI in conformità all'articolo 69». L'elemento della registrazione (e quindi del provvedimento formale della Consob) costituisce l'unico elemento distintivo rispetto ai comuni sistemi multilaterali di negoziazione.

non alla disciplina.¹⁶⁵ Inoltre, in maniera simile rispetto a quanto previsto per i mercati regolamentati, l'autorizzazione concerne il singolo sistema multilaterale, e non l'esercizio dell'attività di gestione del mercato di crescita per le PMI in generale.¹⁶⁶ Questa differenza del processo di autorizzazione fra i semplici sistemi multilaterali ed i mercati di crescita corrisponde probabilmente al fatto che i mercati di crescita, al pari dei mercati regolamentati, devono istituzionalmente svolgere un servizio di *listing*, al fine di garantire anche la "qualità" degli strumenti finanziari, e non sono esclusivamente una piattaforma di negoziazione. Questo elemento caratterizzante, che rappresenta la cifra distintiva della specifica regolamentazione dei mercati di crescita, verrà analizzato nel paragrafo seguente.

2.4. Le funzioni dei mercati di crescita

Come è stato argomentato, i mercati di crescita per le PMI appartengono alla categoria dei sistemi multilaterali di negoziazione, non dei mercati regolamentati. Da un punto di vista economico, le regole che concernono l'accesso al mercato rivestono un ruolo fondamentale per segnalare agli investitori la "qualità" degli strumenti finanziari che saranno successivamente negoziati¹⁶⁷, sia in termini di trasparenza e informazioni che saranno fornite al mercato, sia in termini di regole di *corporate governance* che dovranno essere rispettate dall'emittente. I gestori delle sedi di negoziazione possono competere in relazione all'insieme delle regole che gli emittenti devono rispettare (aumentando la "qualità" degli strumenti finanziari negoziati agli occhi degli investitori¹⁶⁸) ed in relazione al rapporto fra i costi ed i benefici della quotazione. È infatti evidente che regole più stringenti, mentre teoricamente "migliorano" la qualità degli strumenti finanziari,

¹⁶⁵ In maniera conforme rispetto all'autorizzazione per quanto concerne i mercati regolamentati, come argomentato nel par. 2.2.1.

¹⁶⁶ Ciò nonostante, la registrazione come mercato di crescita per le PMI non è alternativa rispetto all'autorizzazione alla prestazione del servizio di investimento, e questa autorizzazione sarà comunque necessaria al fine della gestione del mercato di crescita per le PMI, D. I. PACE, nt. 116, 20.

¹⁶⁷ N. MOLONEY, nt. 107, 169.

¹⁶⁸ La qualità dell'emittente, segnalata tramite il processo di quotazione su di un mercato regolamentato, dovrebbe ridurre il rischio di selezione avversa generato dall'asimmetria informativa fra emittente ed investitori, A. PERRONE, nt. 57, 253.

probabilmente aumentano il costo dell'ammissione alla negoziazione per gli emittenti stessi.¹⁶⁹

Tradizionalmente (e tutt'ora) i mercati regolamentati sono le sedi di negoziazione che presentano requisiti di ammissione più stringenti. Diversi autori hanno addirittura sostenuto che la funzione di attribuire un'etichetta rispetto alla qualità degli strumenti sia rimasta la caratteristica fondamentale dei mercati regolamentati.¹⁷⁰ Infatti, il proliferare di altre sedi e sistemi di negoziazione ha fatto sì che non è più necessario, quanto meno in via diretta ed immediata, per gli strumenti finanziari di un emittente essere quotati su di un mercato regolamentato affinché gli stessi divengano liquidi. Inoltre, la moltiplicazione delle sedi di negoziazione ha fatto sì che molti scambi avvengano al di fuori del contesto del mercato regolamentato.¹⁷¹ Tuttavia, mentre la funzione di *listing* rimane l'elemento distintivo dei mercati regolamentati rispetto alle altre sedi di negoziazione, la frammentazione degli scambi ha altresì influenzato la distribuzione delle competenze in materia di ammissione e revoca dalle negoziazioni degli strumenti finanziari, con l'attribuzione di maggiori competenze all'autorità di vigilanza.¹⁷² Al tempo stesso, nonostante la funzione di *listing* sia l'elemento distintivo dei mercati regolamentati, la modifica del profilo dell'investitore contemporaneo ha contribuito a far sì che i servizi di *trading* abbiano assunto maggiore importanza, in termini di ricavi, rispetto a quelli di *listing*, anche per i mercati regolamentati.¹⁷³ La

¹⁶⁹ Questa problematica è alla base delle discussioni che si sono svolte in sede europea e continuano a svolgersi con riguardo all'Unione dei mercati dei capitali in relazione ai mercati di crescita per le PMI e che hanno determinato l'idea di utilizzare il concetto di mercato di crescita come fattispecie per la creazione di un regime normativo differenziato.

¹⁷⁰ J. ARMOUR ET AL., *Principles of financial regulation*, Oxford, 2016, 245.

¹⁷¹ Tale frammentazione degli scambi è stata ovviamente incentivata dalla Mifid I nella misura in cui ha rimosso il principio di concentrazione degli scambi. Come è stato affermato *supra*, l'art. 23 Mifir ha reimposto, almeno in parte, un principio simile alla concentrazione degli scambi sulle sedi di negoziazione per le azioni. L'applicazione degli obblighi di trasparenza *pre* e *post-trade* alle negoziazioni che avvengono in tali contesti ha ridotto il problema della frammentazione delle informazioni ed i suoi effetti sulla formazione dei prezzi degli strumenti negoziati.

¹⁷² D. I. PACE, *Ammissione sospensione esclusione dai mercati regolamentati*, Milano, 2012, 80.

¹⁷³ Il profilo dell'investitore contemporaneo è rappresentato da investitori istituzionali che operano su scala globale e che sono pertanto più interessati alla liquidità degli strumenti finanziari, che all'aumento del numero degli emittenti, se tali emittenti sono di dimensioni ridotte, D. WÓJCIK, *The global stock market: issuers, investors, and intermediaries in an uneven world*, Oxford, 2011, 133. Anche tale profilo attinente alla domanda contribuisce dunque ad aumentare l'importanza dei

caratteristica della “quotazione”, e cioè il fatto che l’ammissione alle negoziazioni comporti una sorta di certificazione di qualità dello strumento finanziario, è sancita dal fatto che un ampio *corpus* normativo (in particolare, quello sul prospetto, quello sulla trasparenza *post*-ammissione alle negoziazioni e quello relativo alle regole di *corporate governance*) si applichino alle società ammesse alla negoziazione su di un mercato regolamentato.¹⁷⁴

Mentre le dettagliate regole di ammissione alle negoziazioni sono dovute al fatto che i mercati regolamentati sono considerati dal legislatore europeo come le sedi destinate alla raccolta del capitale da parte delle società¹⁷⁵, i sistemi multilaterali di negoziazione non sono soggetti a requisiti altrettanto stringenti, perché sono considerati alla stregua di piattaforme per effettuare gli scambi sul mercato secondario.¹⁷⁶

Per tali ragioni, sia la Mifid II che il t.u.f. sono particolarmente laconici rispetto ai requisiti per l’ammissione degli strumenti finanziari alle negoziazioni. In particolare, l’art. 66, comma terzo, lett. *a*) prevede solamente che i gestori dei sistemi multilaterali di negoziazione «instaurano regole trasparenti concernenti i criteri per la determinazione degli strumenti finanziari che possono essere negoziati nell’ambito del proprio sistema», mentre la lett. *b*) richiede che gli stessi gestori

servizi di *trading*, nonostante questi non siano l’elemento distintivo dei mercati regolamentati rispetto alle altre sedi di negoziazione. Petry descrive la trasformazione dei mercati contemporanei, da semplici sedi di negoziazione a società polifunzionali che forniscono tutta una serie di servizi aggiuntivi (vendita di dati, creazione di indici, ecc., da cui peraltro traggono la maggior parte dei ricavi), che ne modifica il ruolo e ne aumenta il potere politico-economico nell’economia globale, J. PETRY, *From National Marketplaces to Global Providers of Financial Infrastructures: Exchanges, Infrastructures and Structural Power in Global Finance*, in *New political economy*, 2020.

¹⁷⁴ Per quanto riguarda invece la struttura organizzativa ed il funzionamento della piattaforma di negoziazione, invece, i sistemi multilaterali di negoziazione sono assimilabili ai mercati regolamentati, A. GIANNELLI, *I contratti dei sistemi multilaterali di negoziazione*, in *I contratti per l’impresa. Banca, mercati, società*, vol. II, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012, 298.

¹⁷⁵ N. MOLONEY, nt. 107, 476.

¹⁷⁶ N. MOLONEY, nt. 107, 476.

debbano fornire oppure debbano accertare che siano disponibili al pubblico¹⁷⁷ informazioni sufficienti per poter formulare una scelta di investimento.¹⁷⁸

Contrariamente rispetto a quanto previsto per i sistemi multilaterali di negoziazione “semplici”¹⁷⁹, i mercati di crescita per le PMI sono (i) esplicitamente finalizzati a permettere alle PMI di raccogliere capitali di rischio tramite cui finanziarsi¹⁸⁰ e (ii) aspirano obbligatoriamente a ricoprire una funzione di segnalazione di qualità degli emittenti ammessi.¹⁸¹ Tuttavia, tale funzione non è attribuita ai mercati di crescita per le PMI tramite l’estensione agli stessi del *corpus* normativo previsto per gli emittenti ammessi ad un mercato regolamentato.¹⁸² Una semplice estensione avrebbe infatti avuto l’effetto di non differenziare i regimi normativi, non risolvendo i problemi dello scarso accesso ai mercati di capitali da parte delle PMI a causa degli alti costi di quotazione.

Il potere di richiedere specifici requisiti di *corporate governance* e di informazione periodica è pertanto demandato alla società di gestione del mercato

¹⁷⁷ Che, peraltro, deve essere differenziato a seconda della categoria dei clienti, art. 66, comma terzo, lett. b) t.u.f.

¹⁷⁸ Il comma quarto dell’art. 66 t.u.f. prevede invece che le sedi di negoziazione (e quindi sia i mercati regolamentati, sia i sistemi multilaterali di negoziazione) si dotino dei meccanismi necessari per controllare continuamente che gli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni rispettino i requisiti necessari per l’ammissione.

¹⁷⁹ Bisogna notare che, da un punto di vista empirico, esistono due tipi di sistemi multilaterali di negoziazione: i c.d. *primary MTF* che offrono anche un servizio di *listing*, ed i c.d. *passive secondary MTF*, ove vengono negoziati strumenti finanziari già ammessi alla negoziazione su altri mercati regolamentati: A. GIANNELLI, nt. 174, 299; G. VEGAS, *Audizione del presidente della Consob presso la Camera dei Deputati, VI Commissione finanze, Indagine conoscitiva sul mercato degli strumenti finanziari*, Roma, 23 marzo 2011, 7, disponibile all’indirizzo http://www.consob.it/documents/46180/46181/audizione_vegas_20110323.pdf/9e8abbbc-74fc-4da6-b8ef-489b5fbb3f52. La differenza fra i *primary MTF* ed i mercati di crescita consiste nel fatto che, per i mercati di crescita, la funzione di *listing* è obbligatoria ed il suo contenuto è in parte specificato dalla legislazione tramite l’imposizione di requisiti per la registrazione come mercato di crescita.

¹⁸⁰ Segnala che i mercati di crescita per le PMI deviano rispetto al paradigma dei sistemi multilaterali di negoziazione in questo specifico riguardo N. MOLONEY, nt. 107, 476.

¹⁸¹ L’offerta del servizio di *listing* si basa su di un “doppio” processo di certificazione. Da un lato, l’autorità di vigilanza certifica che il mercato di crescita rispetta requisiti aggiuntivi rispetto a quelli previsti in via generale per i sistemi multilaterali di negoziazione. Questa certificazione dovrebbe, a cascata, permettere al gestore del mercato di segnalare la qualità degli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni, R. VEIL-C. DI NOIA, *SME growth markets*, in *Regulation of the EU financial markets: Mifid II and Mifir*, a cura di D. Busch e G. Ferrarini, Oxford, 2017, par. 13.48.

¹⁸² Per una discussione delle ragioni economiche che potrebbero spingere i sistemi multilaterali a registrarsi come mercati di crescita oppure no, e della relazione fra autoregolamentazione ed incentivi del gestore si veda R. VEIL-C. DI NOIA, nt. 181, par. 13.50 ss.

di crescita per le PMI, sotto il controllo dell'autorità di vigilanza. Tuttavia, tale potere soffre di un doppio ordine di limitazioni. Da un lato, il suo esercizio è "obbligatorio". Infatti, ai sensi dell'art. 69 t.u.f., al fine di poter ottenere la registrazione di un sistema multilaterale di negoziazione come mercato di crescita, la società di gestione deve dimostrare alla Consob di disporre di regole e procedure che assicurino i requisiti previsti dal secondo comma dell'art. 69 t.u.f. Dall'altro lato, l'adeguatezza dei requisiti richiesti dal gestore del mercato di crescita viene valutata dalla Consob per il rilascio del provvedimento di registrazione. È infatti evidente che la formulazione dell'art. 69 t.u.f., che contiene una serie di clausole generali, non vincola particolarmente la discrezionalità della Consob nell'emanazione del provvedimento di autorizzazione.

Queste considerazioni comportano due conseguenze giuridiche. Lo *status* di società quotata e le disposizioni sull'informazione o sul prospetto (salvo il caso di offerta al pubblico) non saranno direttamente applicabili alle società ammesse sui mercati di crescita per le PMI, ma bisognerà considerare ciò che il regolamento del mercato di crescita richiede alle società i cui titoli sono ammessi alle negoziazioni. In secondo luogo, bisognerà valutare se sussistano, nell'attuale panorama legislativo, principi oppure disposizioni applicabili alle società quotate su di un mercato regolamentato che debbano la propria *ratio* al fatto che le azioni della società siano scambiate su di un mercato liquido, al fine di valutarne la possibile applicazione analogica alle società quotate su di un mercato di crescita.

2.5. In generale: la registrazione come mercato di crescita

L'art. 69 t.u.f., che sostanzialmente ricalca l'art. 33 della Mifid II, disciplina il procedimento di registrazione come mercato di crescita e quali siano i requisiti che devono essere verificati dalla Consob affinché il sistema multilaterale possa essere registrato come tale. La disciplina di dettaglio, invece, è uniformata a livello europeo da un regolamento delegato della Commissione.¹⁸³ Astrattamente,

¹⁸³ Il paragrafo 8 dell'art. 33 della Mifid II conferisce alla Commissione il potere di adottare un regolamento che specifichi i requisiti di cui al par. 3 dell'art. 33, tenendo conto della necessità di bilanciare alti standard di protezione degli investitori con la riduzione dei costi per gli emittenti, e

l'utilizzo del regolamento potrebbe avere l'effetto di rendere più uniformi a livello europeo i requisiti per la registrazione e la regolamentazione degli emittenti e degli strumenti finanziari ammessi su tali mercati¹⁸⁴: tuttavia, come sarà dimostrato dall'analisi delle disposizioni di dettaglio, anche il regolamento delegato fa ampio uso di clausole generali o comunque dalla formulazione ampia, che non assicurano una disciplina uniforme all'interno del mercato unico. Mentre i requisiti minimi che devono essere assicurati dai regolamenti dei mercati di crescita sono i medesimi, il contenuto dettagliato di questi requisiti è invece lasciato sostanzialmente alla discrezionalità delle società di gestione e delle autorità di vigilanza nazionali.

I requisiti previsti dall'art. 69 t.u.f. per la registrazione come mercato di crescita non riguardano l'organizzazione del mercato¹⁸⁵ e degli scambi *per se*, ma piuttosto misure di *governance* e di trasparenza degli emittenti i cui titoli sono ammessi alle negoziazioni. Infatti, per la disciplina del funzionamento del mercato si richiama la necessità che il gestore del mercato di crescita per le PMI rispetti i requisiti per la gestione di un sistema multilaterale di negoziazione.¹⁸⁶ La particolarità istituzionale del mercato di crescita non concerne dunque l'organizzazione del mercato o le modalità di esecuzione degli scambi, bensì le dimensioni e la *corporate governance* degli emittenti quotati e gli elevati *standard* di trasparenza richiesti¹⁸⁷ che, da un punto di vista fattuale e di funzione economica della quotazione, avvicinano i mercati di crescita ai mercati regolamentati.

considerando che la registrazione come mercato di crescita non dovrebbe essere rifiutata oppure revocata per il mancato rispetto puramente temporaneo dei requisiti previsti alla lett. a) del paragrafo terzo dell'art. 33 della Mifid II.

¹⁸⁴ In conformità all'auspicio contenuto nel considerando n. 132 della Mifid II, ove il legislatore europeo afferma che la creazione della nuova sottocategoria dei mercati di crescita per le PMI dovrebbe «contribuire all'elaborazione di norme regolamentari comuni dell'Unione per tali mercati».

¹⁸⁵ A parte, forse, il requisito della lett. a) che specifica che una determinata quota degli emittenti quotati sul sistema multilaterale devono essere effettivamente PMI.

¹⁸⁶ L'infrastruttura del sistema multilaterale, i poteri della società di gestione rispetto agli operatori, ecc. resteranno principalmente, se non esclusivamente, disciplinati dalle norme relative ai sistemi multilaterali di negoziazione.

¹⁸⁷ È possibile sin da ora notare che l'ammissione alle negoziazioni su di un mercato di crescita per le PMI comporta pertanto una forma di "segnalazione" agli investitori rispetto alla "qualità" dei titoli negoziati, che si estende oltre la semplice liquidità derivante dall'essere negoziati su di un sistema multilaterale.

Per quanto questi (più) elevati (rispetto ai semplici sistemi multilaterali di negoziazione) *standard* di trasparenza e *governance* possano incentivare gli investitori ad acquistare gli strumenti finanziari emessi dalle società quotate su questi mercati¹⁸⁸, le disposizioni dell'art. 69 t.u.f. risolvono solo in parte il problema di incentivare le società ammesse alla negoziazione tramite la riduzione dei costi di quotazione.¹⁸⁹ In altri termini, il *trade-off* fra tutela degli investitori e riduzione dei costi per favorire il finanziamento delle PMI tramite il mercato dei capitali, in alternativa al credito bancario, evidenziato anche dai documenti europei, non è affrontato dall'art. 69 t.u.f. in maniera dirimente. Sebbene il processo di quotazione sia più snello rispetto a quello previsto per il mercato regolamentato, infatti, importanti obblighi di *disclosure*, con i costi connessi, sono previsti, comportando un carico sicuramente più oneroso rispetto a quello che pesa sugli emittenti i cui titoli sono ammessi alla negoziazione su di un semplice sistema multilaterale di negoziazione (mentre alcune semplificazioni, che saranno analizzate nei capitoli successivi, rispetto alla disciplina dei sistemi multilaterali di negoziazione sono state recentemente previste in materia di abusi di mercato e prospetto). In ogni caso, tali oneri non sono sovrapponibili a quelli che incombono sulle società ammesse su di un mercato regolamentato e nei prossimi capitoli si analizzerà come ulteriori disposizioni normative abbiano, almeno in parte, previsto eccezioni o un regime almeno in parte in deroga rispetto al prospetto o alla divulgazione delle informazioni privilegiate.

2.5.1. Regole, sistemi e procedure

Prima di analizzare i singoli requisiti che devono essere soddisfatti, è bene precisare che oggetto dell'accertamento propedeutico alla registrazione come

¹⁸⁸ Il fatto che gli investitori decidano o meno di acquistare gli strumenti finanziari emessi dalle società quotate sui mercati di crescita non dipende solamente da elementi di valutazione degli strumenti stessi, ma anche delle regole di portafoglio a cui sono soggetti determinati investitori istituzionali. Naturalmente includere gli strumenti emessi dalle società quotate su questi mercati fra quelle in cui è possibile investire aumenterebbe la domanda per tali strumenti finanziari.

¹⁸⁹ In particolare, sui costi derivanti dalla quotazione e relativi all'informazione societaria che le PMI devono affrontare si veda G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI*, 203 ss.

mercato di crescita non sono solamente particolari disposizioni del regolamento del mercato, ma bensì che il sistema multilaterale disponga di «regole, sistemi e procedure efficaci, atti a garantire che siano soddisfatte le seguenti condizioni [...]».¹⁹⁰ Lungi dal poter essere sovrapposti, i tre termini delimitano il perimetro della verifica della Consob, ampliando la stessa ai profili organizzativi del mercato di crescita. Infatti, le regole efficaci a garantire che siano rispettati i requisiti dovrebbero essere quelle contenute nel regolamento del mercato, che devono imporre agli emittenti di rispettare i più elevati standard di trasparenza e *governance* richiesti. I sistemi e le procedure efficaci, invece, concernono direttamente l'organizzazione del mercato ed il controllo sugli emittenti. I due termini vanno letti congiuntamente e riguardano sia la fase di mantenimento del rispetto delle regole che la reazione alle potenziali violazioni. Ne consegue che il sistema dovrà essere dotato di procedure che permettano di monitorare in maniera sistematica il comportamento degli emittenti in modo da poter verificare il rispetto delle disposizioni di cui all'art. 69 t.u.f. I sistemi e le procedure dovranno permettere al gestore del sistema di monitorare e di adottare decisioni sulla base delle informazioni raccolte. Quindi, i sistemi e le procedure non dovrebbero solamente garantire la *compliance* da parte degli emittenti, ma altresì che il gestore del sistema possa reagire di fronte alle violazioni ed imporre il rispetto delle regole del sistema. Ciò è tanto più necessario qualora si consideri che il mancato rispetto dei requisiti previsti dal comma 2 comporta la revoca della registrazione del sistema multilaterale come mercato di crescita per le PMI.¹⁹¹

¹⁹⁰ La formulazione del t.u.f. appare leggermente differente rispetto a quella Mifid II, ove l'art. 33, par. 3 afferma che «gli Stati membri garantiscono che il sistema multilaterale di negoziazione sia soggetto a regole, sistemi e procedure efficaci intesi a garantire [...]». La formulazione europea pare dunque sottolineare che è lo stesso sistema multilaterale (e dunque anche gli emittenti ivi ammessi) ad essere soggetto alle procedure. La formulazione del t.u.f. sembra invece rimarcare l'autonomia del singolo mercato di crescita, che deve essere specificamente autorizzato, e quindi mettere in luce che ogni mercato di crescita dispone di proprie regole e procedure che sono specifiche del sistema e vanno oltre la generale autorizzazione alla prestazione del servizio di investimento che consiste nella gestione di un sistema multilaterale di negoziazione. Tuttavia, al di là delle sfumature, non pare che le differenti formulazioni abbiano qualche conseguenza sulla disciplina applicabile.

¹⁹¹ Art. 69, comma quarto t.u.f.

Le regole, i sistemi e le procedure devono essere efficaci ed atti a garantire che le condizioni per la registrazione come mercato di crescita siano rispettate. Ne consegue che, effettuando un giudizio prognostico, la Consob dovrà valutare l'efficacia delle regole e dell'organizzazione del mercato di crescita per garantire il rispetto, in via continuativa, dei requisiti previsti per la registrazione dell'art. 69 t.u.f. Poiché tali requisiti riguardano primariamente gli emittenti ammessi, sarà inevitabile che le regole, i sistemi e le procedure disposti dalla società che gestisce il mercato di crescita comportino un controllo sugli emittenti stessi. Tale controllo, la cui sanzione ultima e più penetrante è costituita dall'esclusione dalle negoziazioni degli strumenti finanziari, coloreranno pertanto il potere, stabilito per i gestori dei sistemi multilaterali di negoziazione, di escludere gli strumenti finanziari dalle negoziazioni.¹⁹²

Mentre l'art. 69 t.u.f. dispone in via generale che la Consob registri un sistema multilaterale come mercato di crescita solo dopo aver valutato che lo stesso disponga di regole, sistemi e procedure efficaci per garantire il rispetto dei requisiti, il regolamento delegato (UE) 2017/565 è strutturato in maniera differente da un punto di vista formale e prevede come requisito per la registrazione che il sistema multilaterale possieda un modello operativo appropriato per l'adempimento delle sue funzioni, oltre ad assicurare che le negoziazioni che vengono svolte siano ordinate e corrette.¹⁹³ Poiché gli altri requisiti del regolamento delegato specificano che, per ottenere la registrazione, il mercato di crescita non solo deve stabilire determinate regole, ma le deve anche applicare, il modello operativo del mercato di crescita dovrà garantire il rispetto delle regole. Tale requisito previsto dal regolamento delegato corrisponde quindi di fatto a quanto richiesto in via generale – tramite la locuzione sistemi e procedure – dal testo unico della finanza.

L'importanza della distinzione fra le regole, i sistemi e le procedure nel processo di autorizzazione è in parte appannata nell'art. 45 del regolamento mercati della Consob, ove sono indicati gli atti ed i documenti che le sedi di negoziazione devono inviare alla Consob per ottenere la registrazione: infatti, sono richieste

¹⁹² Art. 66-ter t.u.f.

¹⁹³ Art. 78, par. 2, lett. b) del regolamento delegato (UE) 2017/565.

solamente la trasmissione dettagliata dei dati per verificare se i singoli emittenti siano PMI e del regolamento del mercato dal quale risulti il rispetto degli altri requisiti per la registrazione.¹⁹⁴

La distinzione (e la necessaria compresenza) di regole e procedure risulta invece più netta nel regolamento delegato¹⁹⁵ ove si richiede che l'autorità di vigilanza competente non registri il sistema multilaterale come mercato di crescita senza la previa verifica che lo stesso «abbia stabilito e applichi delle regole» volte ad assicurare il rispetto dei requisiti previsti dalla Mifid II e che possieda un modello operativo appropriato per l'adempimento delle sue funzioni. La verifica del modello operativo appropriato in sede di prima registrazione sarà l'occasione per vagliare l'esistenza di sistemi e procedure adeguati a garantire il rispetto dei requisiti. In seguito, il controllo rispetto all'applicazione delle regole, che difficilmente potrà essere verificato *ex ante* in quanto il sistema multilaterale non opera ancora come mercato di crescita, sarà il momento in cui l'autorità di vigilanza dovrà considerare se i sistemi e le procedure – che sono parte del modello operativo – siano efficaci a garantire il rispetto delle regole in via continuativa.

Ciò premesso rispetto ai requisiti che la Consob dovrà considerare, analizziamo i singoli elementi che il sistema multilaterale deve presentare per poter essere registrato.

2.5.2. Definizione PMI e quantità di PMI ammesse alle negoziazioni

Il primo requisito¹⁹⁶ affinché un sistema multilaterale di negoziazione possa essere registrato come mercato di crescita riguarda le dimensioni degli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni. Viene richiesto che almeno il 50 per cento degli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione sul sistema siano PMI, sia al momento della registrazione sia successivamente¹⁹⁷, con riferimento a ciascun anno civile. Per poter applicare tale

¹⁹⁴ Art. 45, comma primo, lett. c) regolamento mercati.

¹⁹⁵ Art. 78, par. 2, reg. delegato.

¹⁹⁶ Art. 69, comma 2, lett. a) t.u.f.

¹⁹⁷ Enriques ha sostenuto che questo requisito avesse senso al momento della sua introduzione con la direttiva Mifid II, perché non sarebbe stato ragionevole delineare dei parametri che non

requisito è quindi necessario definire quando un emittente possa essere considerato una piccola e media impresa e come applicare il criterio del calcolo del 50% degli emittenti ammessi.¹⁹⁸

L'art. 77 del regolamento delegato, che specifica quali siano i requisiti per classificare come PMI un emittente, è stato modificato al termine del 2018¹⁹⁹, al fine di incentivare la quotazione sui mercati di crescita coerentemente agli obiettivi previsti dall'Unione dei mercati dei capitali.²⁰⁰ Il regolamento delegato della Commissione differenzia la definizione di PMI a seconda che i titoli ammessi alle negoziazioni siano azioni²⁰¹ oppure strumenti finanziari che non siano titoli di capitale.²⁰² Inoltre, fra le società emittenti azioni, i criteri per poter essere considerate PMI sono differenti a seconda che le azioni dell'emittente siano già

permettessero ai sistemi multilaterali dedicati espressamente alle PMI di registrarsi come mercati di crescita. Dopo questo momento "di passaggio", Enriques sostiene che sarebbe raccomandabile prevedere che solamente le società che sono PMI possano essere ammesse alle negoziazioni su tali mercati e che i loro strumenti finanziari possano continuare ad essere negoziati anche se l'emittente cresca da un punto di vista dimensionale e non abbia più lo *status* di PMI, L. ENRIQUES, *What should qualify as "SME growth market"?*, in *Oxford business law blog*, 2018, disponibile all'indirizzo <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2018/01/what-should-qualify-sme-growth-market>.

¹⁹⁸ Sia la definizione di PMI sia le modalità di calcolo del requisito del 50% sono specificati nel regolamento delegato della Commissione, A. PERRONE, nt. 57, 255.

¹⁹⁹ Regolamento delegato (UE) 2019/1011 della Commissione del 13 dicembre 2018 recante modifica del regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione per quanto riguarda talune condizioni di registrazione per promuovere l'uso dei mercati di crescita per le PMI ai fini della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, L 165/1.

²⁰⁰ Il primo considerando del 2019/1011 della Commissione rende esplicita la connessione fra la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali e la redazione di modifiche regolamentari in modo da favorire la quotazione sui mercati di crescita.

²⁰¹ Per quanto riguarda gli emittenti azioni, l'art. 77, par. primo del regolamento delegato stabilisce che: «L'emittente le cui azioni sono ammesse alla negoziazione da meno di tre anni è considerato una PMI ai fini dell'articolo 33, paragrafo 3, lettera a), della direttiva 2014/65/UE quando ha una capitalizzazione di borsa inferiore a 200 000 000 EUR sulla base di uno dei seguenti elementi:

a) il prezzo di chiusura delle azioni nel primo giorno di negoziazione, se le sue azioni sono ammesse alla negoziazione da meno di un anno;

b) l'ultimo prezzo di chiusura delle azioni nel primo anno di negoziazione, se le sue azioni sono ammesse alla negoziazione da più di un anno ma da meno di due anni;

c) la media degli ultimi prezzi di chiusura delle azioni di ciascuno dei primi due anni di negoziazione, se le sue azioni sono ammesse alla negoziazione da più di due anni ma da meno di tre anni».

²⁰² Per quanto riguarda gli emittenti che non abbiano strumenti di capitali negoziati in sedi di negoziazione, l'art. 77, par. 2 (come modificato dal regolamento delegato della Commissione n. 2019/1011), stabilisce che: «L'emittente che non ha strumenti di capitale negoziati in sedi di negoziazione è considerato una PMI ai fini dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 13, della direttiva 2014/65/UE se il valore nominale delle sue emissioni di debito nell'anno civile precedente in tutte le sedi di negoziazione dell'Unione non supera i 50 milioni di euro».

state ammesse alla negoziazione oppure no. La specificazione della definizione di piccola e media impresa tramite regolamento, direttamente applicabile negli Stati membri, ha l'effetto di parificare la normativa a livello europeo.

La definizione di piccola e media impresa è uno degli architravi del sistema dei mercati di crescita non solamente perché è uno dei requisiti fondamentali per la registrazione, ma altresì perché stabilisce il confine fra le società che, in base alle loro dimensioni, devono essere incentivate al ricorso al mercato dei capitali, ma per le quali la quotazione su di un mercato regolamentato è considerata troppo onerosa. Il regime preferenziale per gli emittenti ammessi sui mercati di crescita – che dovrebbe essere elaborato nel contesto dell'Unione dei mercati dei capitali – dovrebbe essere applicato principalmente a sistemi multilaterali che favoriscono la quotazione degli emittenti di minori dimensioni, che trovano realmente un ostacolo nella normativa prevista per i mercati regolamentati. Peraltro, la dimensione degli emittenti che possono essere ammessi influenza anche la domanda di strumenti finanziari, condizionandone la liquidità. È un fatto pacifico, infatti, che gli strumenti finanziari degli emittenti a maggiore capitalizzazione siano più liquidi.²⁰³ Limitare in maniera significativa le dimensioni degli emittenti ammessi sui mercati di crescita rischia pertanto di ridurre il numero di scambi che avvengono sulla piattaforma, riducendo la visibilità del mercato, i corrispettivi derivanti dall'attività di *trading* e gli incentivi a creare questi sedi di negoziazione. Proprio per l'importanza cruciale della definizione di PMI per il funzionamento del sistema, i documenti tecnici elaborati dallo staff della Commissione europea hanno proposto diverse definizioni indagando come esse interagissero con gli obiettivi regolamentari.²⁰⁴ Tali valutazioni hanno poi portato alle modifiche di cui al regolamento delegato 2019/1011. I criteri per individuare quali società siano PMI ai fini del calcolo del requisito del 50% sono diversi e saranno analizzati separatamente.

²⁰³ COMMISSION STAFF, *Impact assessment accompanying the document proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) No 596/2014 and (EU) 2017/1129 as regards the promotion of the use of SME growth markets*, SWD(2018) 243 final, 2018, 14-15.

²⁰⁴ COMMISSION STAFF, nt. 203, 32 ss.

La prima definizione di PMI, che riguarda esclusivamente le società i cui titoli siano ammessi alla negoziazione da almeno tre anni, può essere individuata dopo aver seguito l'intreccio di diversi rimandi fra il t.u.f. e le fonti europee. Infatti, l'art. 61, comma primo, lett. *h*) t.u.f., che detta una disciplina specifica di piccola e media impresa per la parte terza del testo unico²⁰⁵, rimanda alla definizione di piccola e media impresa dell'art. 2, par. 1, lett. *f*), del regolamento (UE) 2017/1129, c.d. regolamento prospetto. Il regolamento prospetto tuttavia indica due definizioni di PMI, di cui almeno una in contraddizione con il resto della normativa europea relativa ai mercati di crescita per le PMI, e che quindi non potrà che essere scartata. Procediamo con ordine.

L'art. 2, par. 1, lett. *f*), del regolamento (UE) 2017/1129 definisce le PMI come «società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 000 000 EUR e fatturato netto annuale non superiore a 50 000 000 EUR; oppure

ii) piccole e medie imprese quali definite all'articolo 4, paragrafo 1, punto 13, della direttiva 2014/65/UE».

Il numero *ii*) rimanda alla definizione di PMI fornita dalla Mifid II, che definisce le PMI come «un'impresa che ha una capitalizzazione di borsa media inferiore a 200 000 000 EUR sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili».²⁰⁶ A parte il fatto che il regolamento ha l'effetto di rendere direttamente applicabile la disposizione di una direttiva, è bene notare che il presupposto di questa definizione è che la società sia quotata da almeno tre anni.

Tornando ad analizzare la definizione fornita dal regolamento prospetto, la locuzione «oppure» indica che sia sufficiente per una società rientrare in una sola delle due categorie indicate²⁰⁷ per poter essere considerata una PMI e, quindi, per quanto qui ci interessa, per poter considerare una società una PMI al fine del rispetto

²⁰⁵ Nel t.u.f. sono presenti diverse definizioni di PMI a seconda delle diverse parti della disciplina. Per esempio, l'art. 1, comma primo, lett. *w-quater. I*) definisce le PMI secondo parametri differenti.

²⁰⁶ Art. 4, par. 1, punto 13 Mifid II.

²⁰⁷ Identificate a seconda della capitalizzazione di borsa o dei parametri dimensionali della società.

del primo requisito affinché un sistema multilaterale possa essere registrato come mercato di crescita. Ne consegue che un'interpretazione letterale del regolamento prospetto, come richiamato dal t.u.f., permetterebbe di considerare PMI sia una società con una determinata capitalizzazione di borsa nei tre anni precedenti (a prescindere dal numero dei dipendenti, dal fatturato e dallo stato patrimoniale), sia una società che rimanga al di sotto delle specifiche soglie di dipendenti, stato patrimoniale e fatturato (a prescindere dalla eventuale capitalizzazione di borsa). Tuttavia, questa interpretazione letterale non può essere accolta e contrasta con altre disposizioni di regolamenti europei relativi ai mercati di crescita. Tre ragioni sostengono questa argomentazione.

In primo luogo, l'art. 77 del regolamento delegato della Commissione enuncia una definizione di PMI per gli emittenti «le cui azioni sono ammesse alla negoziazione da meno di tre anni».²⁰⁸ È evidente che i requisiti previsti dal regolamento delegato sembrano escludere che un emittente possa essere considerato una PMI se non supera determinati livelli occupazionali, di fatturato o di stato patrimoniale, mentre supera i requisiti di capitalizzazione indicati dal regolamento. Detto in altri termini, i requisiti di capitalizzazione sembrano escludere la compresenza di altri requisiti e non essere dettati al fine di prevedere due fattispecie di PMI che possono cumularsi, di modo che un numero maggiore società possano essere considerate PMI.

In secondo luogo, considerare i due requisiti previsti dal regolamento prospetto come alternativi rischierebbe di violare le disposizioni della Mifid II, rendendo necessario disapplicare la disposizione del t.u.f.²⁰⁹ che contrasta con la direttiva. Infatti i considerando della direttiva affermano che «la valutazione intesa a determinare se un emittente sia una PMI dovrebbe essere effettuata in base alla capitalizzazione di borsa dei tre precedenti anni civili».²¹⁰ Mentre la Mifid II definisce le PMI ai fini della definizione dei mercati di crescita solamente in base alla capitalizzazione di borsa, il richiamo al regolamento prospetto da parte del t.u.f.

²⁰⁸ Art. 77, par. 1 regolamento delegato (UE) 2017/565.

²⁰⁹ Art. 61, comma primo, lett. h) t.u.f.

²¹⁰ Considerando 135 Mifid II.

inserisce anche una definizione che nulla ha a che vedere con la capitalizzazione di borsa dei tre anni precedenti.²¹¹ Affinché la definizione implementata a livello nazionale non si ponga in contrasto con la normativa europea (la definizione del regolamento prospetto si applica in quanto richiamata dal t.u.f.) bisogna che la stessa faccia riferimento alla capitalizzazione di mercato e non a parametri differenti.

Infine, una definizione identica a quella del regolamento prospetto basata sul numero dei dipendenti, sul fatturato e sullo stato patrimoniale era prevista dal regolamento delegato (UE) 2017/565 per classificare come PMI o meno le società che non emettessero strumenti di capitale negoziati sui mercati di crescita. Tale definizione, come si vedrà nel prosieguo, è stata modificata dal regolamento delegato (UE) 2019/1011, che non fa più riferimento a questi requisiti. Quindi, considerarli rilevanti per le società che emettono strumenti di capitale non solo contraddirebbe la definizione della Mifid II e del regolamento delegato, ma sostanzialmente renderebbe rilevante una definizione che è stata superata anche per le società che emettono strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale.

Per tutte queste ragioni, bisognerà ritenere che, per quanto riguarda gli emittenti i cui titoli ammessi alle negoziazioni da più di tre anni siano azioni, possano essere considerate PMI solamente le società la cui capitalizzazione di borsa²¹² nei tre anni precedenti sia inferiore ai 200 milioni di euro in base alle quotazioni di fine anno.²¹³

È tuttavia possibile che la società ammessa alle negoziazioni sul mercato di crescita non sia stata ammessa alle negoziazioni per tre anni, oppure che non sia

²¹¹ Ed infatti, gli Autori che si sono occupati della definizione di PMI rilevante per i mercati di crescita hanno affermato che la definizione rilevante per gli emittenti azioni da più di tre anni sia quella dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 13 Mifid II, A. PERRONE, nt. 57, 255.

²¹² Intesa evidentemente, come la capitalizzazione legata alle negoziazioni delle azioni sul sistema multilaterale di negoziazione.

²¹³ Cian afferma invece che siano PMI ai sensi dell'art. 69, comma secondo t.u.f. quelle individuate dall'art. 2 del regolamento (UE) 2017/1129, e che pertanto entrambe le sottoclassi individuate dal regolamento prospetto contribuiscano a definire le piccole e medie imprese per i mercati di crescita, M. CIAN, nt. 113, 1138. Anche Annunziata afferma che la definizione di PMI sia da rinvenirsi nell'art. 61, comma primo, lett. h) t.u.f., senza ulteriori commenti, F. ANNUNZIATA, nt. 136, 1127. Sembrerebbe dunque che per questi Autori entrambe le definizioni di PMI operino e che quindi che le società possano essere caratterizzate come PMI anche a prescindere dalla loro capitalizzazione di borsa.

stata ammessa alle negoziazioni per nulla prima dell'ammissione sul mercato di crescita. Anche in questo caso il regolamento²¹⁴ individua come soglia critica quella della capitalizzazione inferiore ai 200 milioni di euro e specifica come calcolarla.²¹⁵ Qualora le azioni siano state negoziate per meno di un anno, il superamento della soglia dovrà essere valutato in base al prezzo di chiusura del primo giorno di negoziazione.²¹⁶ Se le azioni sono ammesse alle negoziazioni da più di un anno, ma meno di due, bisognerà considerare l'ultimo prezzo di chiusura delle azioni nel primo anno di negoziazione.²¹⁷ Infine, se le azioni sono state negoziate per più di due anni, ma meno di tre, sarà necessario calcolare la media dei prezzi di chiusura delle azioni di ciascuno dei primi due anni di negoziazione.²¹⁸

2.5.3. La definizione delle PMI che non emettono strumenti di capitale ammessi alle negoziazioni sui mercati di crescita

Le definizioni descritte al paragrafo precedente non possono essere utilizzate per individuare le PMI che richiedano l'ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari diversi da quelli di capitale. Originariamente, il regolamento delegato²¹⁹ definiva le PMI in base al numero medio dei dipendenti, il totale di bilancio ed il fatturato annuo netto, da calcolarsi secondo i dati riportati nel più recente bilancio annuale o consolidato.²²⁰

Tuttavia, considerando le dimensioni delle emissioni obbligazionarie medie sui sistemi multilaterali di negoziazione²²¹, i documenti preparatori dei lavori della

²¹⁴ Art. 77 del regolamento delegato (UE) 2017/565.

²¹⁵ Il fatto che anche in questo caso l'unica soglia rilevante sia quella dei 200 milioni di euro avvalorata l'interpretazione dell'art. 61, comma primo, lett. *h*) t.u.f. data in precedenza.

²¹⁶ Art. 77, par. 1, lett. *a*) del regolamento delegato (UE) 2017/565.

²¹⁷ Art. 77, par. 1, lett. *b*) del regolamento delegato (UE) 2017/565.

²¹⁸ Art. 77, par. 1, lett. *c*) del regolamento delegato (UE) 2017/565.

²¹⁹ Art. 77, par. 2 del regolamento delegato (UE) 2017/565.

²²⁰ La precedente versione dell'art. 77, par. 2 del regolamento delegato (UE) 2017/565 prevedeva: «L'emittente che non ha strumenti di capitale negoziati in sedi di negoziazione è considerato una PMI ai fini dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 13, della direttiva 2014/65/UE se, in base al più recente bilancio annuale o consolidato, rispetta almeno due dei tre seguenti criteri: un numero medio di dipendenti inferiore a 250 nel corso dell'esercizio, un totale di bilancio non superiore a 43 000 000 EUR e un fatturato annuo netto non superiore a 50 000 000 EUR».

²²¹ Per esempio, fra i 20 e gli 80 milioni di euro sul Mercado Alternativo de Renta Fija in Spagna o 30 milioni di euro sul mercato Extra-MOT Pro in Italia, COMMISSION STAFF, nt. 204, 19.

Commissione hanno considerato che i requisiti previsti dal regolamento delegato 2017/565 fossero troppo restrittivi: infatti, proprio a causa dell'emissione obbligazionaria²²², gli emittenti potrebbero non rispettare i requisiti relativi allo stato patrimoniale. Per di più, date le dimensioni medie delle emissioni obbligazionarie, è probabile che la società – per poter essere in grado di restituire il prestito - abbia un fatturato superiore a quello previsto come limite dal regolamento delegato.²²³ Al contrario, lo staff della Commissione ha ritenuto una definizione basata sulle dimensioni delle emissioni obbligazionarie – per quanto calibrata in modo da ammettere solo gli emittenti più piccoli – avrebbe avuto il vantaggio di aumentare il numero degli emittenti già ammessi sui sistemi multilaterali che si qualificano come PMI e, quindi, avrebbe permesso ad un numero maggiore di sistemi multilaterali dedicati alle negoziazioni di obbligazioni di poter essere qualificati come mercati di crescita.²²⁴

Al fine di consentire ad un maggior numero di sistemi multilaterali di negoziazione di poter essere qualificati come mercati di crescita e, di converso, alle società ivi ammesse di poter beneficiare della quotazione su tali mercati²²⁵, il regolamento delegato (UE) 2019/1011 ha stabilito che le società che non emettano strumenti di capitale debbano essere definite o meno PMI solamente in base al

²²² Ed in particolare qualora alla prima emissione ne seguano di ulteriori, COMMISSION STAFF, nt. 204, 19.

²²³ COMMISSION STAFF, nt. 204, 19.

²²⁴ COMMISSION STAFF, nt. 204, 44.

²²⁵ La logica che ha spinto la Commissione a rivedere il requisito di cui al precedente regolamento è chiarita dal considerando n. 3 del regolamento delegato (UE) 2019/1011: «Questo requisito per considerare un emittente di strumenti diversi dagli strumenti di capitale una PMI è stato ritenuto troppo restrittivo in quanto tali emittenti tendono a essere più grandi delle PMI tradizionali. Di conseguenza, numerosi emittenti di strumenti diversi dagli strumenti di capitale non possono essere considerati PMI a norma del regolamento delegato (UE) 2017/565, pur rimanendo relativamente piccoli. Non potendo rispettare la soglia del 50 % di emittenti classificati come PMI, molti sistemi multilaterali di negoziazione specializzati nelle emissioni di debito delle PMI o che consentono emissioni sia di obbligazioni che di azioni non possono registrarsi come mercati di crescita per le PMI. Se i gestori di sistemi multilaterali di negoziazione non si avvalgono del quadro in materia di mercati di crescita per le PMI, a loro volta gli emittenti su tali sistemi multilaterali di negoziazione non possono beneficiare dei requisiti normativi meno gravosi previsti per promuovere la quotazione e le emissioni su questi mercati di crescita per le PMI. Pertanto, per consentire a un numero maggiore di sistemi multilaterali di negoziazione di registrarsi come mercati di crescita per le PMI, il valore nominale delle emissioni di debito dell'emittente (esclusi i prestiti) nell'anno civile precedente dovrebbe essere stabilito come criterio unico per qualificare gli emittenti di strumenti diversi dagli strumenti di capitale come PMI ai fini dei mercati di crescita per le PMI».

valore nominale delle emissioni di debito.²²⁶ In base alla nuova formulazione del secondo paragrafo dell'art. 77 del regolamento delegato (UE) 2017/565 dovrà essere considerato PMI l'emittente che non abbia strumenti di capitale negoziati in sedi di negoziazione se il valore nominale complessivo delle «emissioni di debito nell'anno civile precedente in tutte le sedi di negoziazione dell'Unione non supera i 50 milioni di euro».²²⁷

La definizione richiede alcune brevi osservazioni. In primo luogo, l'emittente non deve avere strumenti di capitale ammessi alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione e non solamente in un mercato di crescita. Ne consegue che, qualora l'emittente abbia obbligazioni quotate su di un mercato di crescita per le PMI, ma azioni quotate su di un semplice sistema multilaterale di negoziazione, al fine di qualificarlo o meno come PMI, bisognerà considerare la capitalizzazione delle azioni, e non il valore nominale delle emissioni obbligazionarie.²²⁸

In secondo luogo, il valore nominale delle emissioni obbligazionarie va calcolato anno per anno e, appunto, in base al valore delle «nuove» emissioni e non in base al valore delle obbligazioni già emesse e negoziate sulle sedi di negoziazione.

In terzo luogo, il limite dei 50 milioni di euro deve essere calcolato sulla base del valore nominale, e non del prezzo a cui vengono negoziate le azioni.

In quarto luogo, tutte le emissioni obbligazionarie devono essere considerate, anche se le emissioni hanno riguardato strumenti finanziari differenti per maturità o saggio di interessi o altre caratteristiche.

Infine, il concetto di emissione deve essere chiarito. Il considerando n. 3 specifica espressamente che i prestiti non sono ricompresi all'interno di questo calcolo. Tuttavia, la definizione di emissione non richiede che le obbligazioni siano negoziate su di una sede di negoziazione. Ne consegue che qualunque emissione di

²²⁶ Sempre il considerando n. 3 del regolamento delegato (UE) 2019/1011 specifica che i «prestiti» non devono essere considerati nel calcolo della soglia dei 50 milioni di euro.

²²⁷ Art. 1, par. 1 del regolamento delegato (UE) 2019/1011.

²²⁸ Questa considerazione può essere facilmente armonizzata con la definizione di PMI che emette azioni, che non richiede che le azioni siano negoziate su di un mercato di crescita.

obbligazioni, a prescindere dal numero dei destinatari e dalla negoziazione o meno delle obbligazioni in una sede di negoziazione, dovrà essere ricompresa nel calcolo.

2.5.4. Il calcolo del 50%

Ciò chiarito in merito alla definizione di PMI, bisogna valutare come si calcoli la percentuale del 50% rispetto agli emittenti ammessi alle negoziazioni. Il t.u.f. richiede, ai fini della registrazione di un sistema multilaterale come mercato di crescita per le PMI, che il 50% degli emittenti sia costituito da PMI, al momento della registrazione e successivamente, in riferimento a ciascun anno civile.²²⁹ La percentuale media di PMI deve essere calcolata dall'autorità di vigilanza²³⁰ sul totale degli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione²³¹ al 31 dicembre del precedente anno civile come media delle dodici percentuali di fine mese di tale anno civile.²³² È quindi necessario che, al momento della richiesta di registrazione, la sede di negoziazione rispetti il requisito che il 50% degli emittenti ammessi siano PMI.²³³

Qualora invece venga richiesta la registrazione come mercato di crescita per un sistema multilaterale che non abbia storia operativa, il sistema multilaterale viene registrato come tale e l'autorità competente valuta il requisito della

²²⁹ Art. 69, comma 2, lett. a) t.u.f.

²³⁰ Per quanto concerne l'Italia, l'art. 45 del regolamento mercati emanato dalla Consob specifica le informazioni che devono essere trasmesse dalla sede di negoziazione alla Consob affinché questa possa verificare il rispetto del requisito della percentuale del 50% di PMI; sul punto, si rimanda al par. 2.7.

²³¹ Questo approccio ignora altri elementi che avrebbero potuto essere presi in considerazione come le dimensioni degli emittenti o il numero degli strumenti finanziari emessi dalla società, A. PERRONE, nt. 57, 256. Cian nota che il requisito avrebbe anche potuto essere basato sul volume degli scambi, piuttosto che sugli emittenti che emettono strumenti finanziari ammessi e, per quanto ritenga la scelta comprensibile, afferma che tale requisito non avvantaggia il fatto che gli scambi che avvengono sui mercati di crescita riguardino soprattutto le PMI, poiché la maggior parte degli scambi potrebbe riguardare gli strumenti finanziari dei "grandi" emittenti, M. CIAN, nt. 113, 1137.

²³² Art. 78, par. 1 del regolamento delegato (UE) 2017/565; questo approccio favorisce la precisione piuttosto che la semplicità secondo A. PERRONE, nt. 57, 256.

²³³ Sussiste pertanto una certa asimmetria fra il rispetto del requisito del 50% al momento della richiesta di registrazione (ove il suo rispetto è necessario) ed il rispetto del requisito successivamente «con riferimento a ciascun anno civile» (secondo il dettato dell'art. 69, comma 2, lett. a) t.u.f.): infatti, come si analizzerà poco oltre, il mancato rispetto del requisito negli anni successivi alla registrazione comporterà la revoca della stessa solamente ove sia continuativo – per tre anni consecutivi.

percentuale di PMI trascorsi tre anni civili dalla registrazione.²³⁴ Il regolamento delegato non specifica però se il requisito debba essere valutato solamente per il terzo anno oppure al momento del terzo anno per tutti i primi tre anni di operatività.²³⁵ Tuttavia, la posticipazione al terzo anno sembra indirizzata soprattutto a favorire la registrazione come mercati di crescita dei sistemi multilaterali, concedendo anche discostamenti temporanei ed iniziali dal requisito di percentuale di PMI nei primi anni di operatività. Sembrerebbe dunque che il requisito della percentuale di PMI i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione debba essere calcolato a partire dal termine del terzo anno civile ed in relazione solo a quest'ultimo.²³⁶

Il rispetto del requisito del 50% tuttavia non è solo una condizione necessaria per la registrazione iniziale, ma può anche essere causa di revoca della registrazione. Il provvedimento di revoca viene emanato²³⁷ se la percentuale di PMI²³⁸ scende al di sotto del 50% degli emittenti ammessi per tre anni civili consecutivi. Il provvedimento di revoca potrà quindi essere emanato soltanto qualora la violazione del limite del 50% sia continuativa.²³⁹ Questo approccio

²³⁴ Art. 78, par. 1, secondo periodo del regolamento delegato (UE) 2017/565

²³⁵ Qualora venisse valutato rispetto a tutti e tre i primi anni, la registrazione come mercato di crescita potrebbe essere revocata già a partire dal termine del terzo anno per il mancato rispetto del requisito del 50% per tre anni consecutivi ai sensi dell'art. 79, par. 1 del regolamento delegato (UE) 2017/565. Qualora invece si ritenga che il requisito deve essere calcolato a partire dal terzo anno, la revoca della registrazione ai sensi dell'art. 79, par. 1 del regolamento delegato (UE) 2017/565 potrà essere disposta solo dopo il quinto anno; sul punto si veda più approfonditamente la nt. 241.

²³⁶ Il mancato rispetto del requisito opererà però come causa di revoca della registrazione, applicandosi in tal caso l'art. 79, par. 1 del regolamento delegato (UE) 2017/565, rispetto al quale si veda la nt. 241.

²³⁷ L'art. 79, par. 1 del regolamento delegato (UE) 2017/565 recita che «l'autorità competente dello Stato membro di origine revoca la registrazione [...]». Sembrerebbe pertanto che la revoca della registrazione nel caso del mancato rispetto del requisito del 50% sia un provvedimento automatico, non lasciato alla discrezionalità dell'autorità competente.

²³⁸ Determinate secondo le modalità viste in precedenza a seconda che le società emettano azioni o altri strumenti finanziari non di capitale e a seconda del numero di anni per cui i loro strumenti finanziari siano stati ammessi alle negoziazioni.

²³⁹ La disposizione del regolamento delegato sembra contrastare con quanto previsto dall'art. 69, comma quarto t.u.f., che dispone che la Consob può (non deve) revocare la registrazione di un mercato di crescita quando quest'ultimo non rispetta i requisiti di cui al comma 2, e quindi quando non garantisce che almeno il 50% degli emittenti sia PMI per ciascun anno civile. Vista la preminenza nella gerarchia delle fonti del regolamento europeo sul t.u.f., il combinato disposto delle due norme impedirà alla Consob di revocare la registrazione in caso di superamento non definitivo della soglia del 50%. Poiché il requisito del superamento dei tre anni consecutivi è predisposto appositamente per rendere più improbabile la revoca della registrazione, sembrerebbe che la Consob

flessibile²⁴⁰ favorisce il mantenimento della registrazione anche nel caso di mancato rispetto temporaneo dei requisiti di legge.²⁴¹

2.5.5. Mantenere il requisito del 50%?

Sebbene la revoca della registrazione possa intervenire solamente nei casi di cui all'art. 79 del regolamento delegato, l'art. 69, comma secondo t.u.f. prevede che il sistema multilaterale debba dotarsi di regole, sistemi e procedure efficaci per garantire il rispetto del requisito della percentuale di PMI rispetto agli emittenti ammessi. Sorgono dunque alcune domande: in primo luogo, se sia legittimo per il mercato di crescita prevedere requisiti che limitino l'accesso alle negoziazioni dei titoli di società che non siano PMI; in secondo luogo, se il mercato di crescita debba, al fine di ottenere l'autorizzazione, prevedere regole atte a preservare la percentuale di PMI sul mercato.

Il primo problema, e cioè se il mercato *possa* prevedere regole per l'ammissione alle negoziazioni che gli permettano di non violare il limite del 50% di PMI merita sicuramente risposta positiva. Infatti, i requisiti previsti dall'art. 69 t.u.f. sono requisiti minimali, ed il gestore del mercato può prevederne di aggiuntivi.²⁴² Inoltre, stabilire i criteri appropriati per l'ammissione e la permanenza alla negoziazione degli strumenti finanziari²⁴³ è compito del gestore del mercato. Per quanto queste disposizioni debbano rispettare i criteri di trasparenza previsti in generale per le regole concernenti l'accesso alle negoziazioni sui sistemi multilaterali²⁴⁴, le stesse potranno prevedere che determinati strumenti non possono

non possa disporre la revoca perché, a prescindere dal mancato rispetto del requisito per tre anni consecutivi, il mercato di crescita non abbia disposto regole, procedure e sistemi efficaci per garantire il requisito di cui alla lett. a) del comma secondo, art. 69 t.u.f.

²⁴⁰ A. PERRONE, nt. 57, 256.

²⁴¹ Il requisito del mancato rispetto per tre anni consecutivi opera in maniera particolare per i mercati di crescita che abbiano chiesto la registrazione senza avere una precedente storia operativa. Come è stato argomentato *supra*, il rispetto del limite del 50% deve essere valutato per questi mercati al termine del terzo anno civile. Tuttavia, il mancato rispetto del requisito al termine del terzo anno civile non comporterà la revoca della registrazione, ma bisognerà attendere ulteriori due anni per valutare se all'esito del quinquennio il mercato di crescita non abbia rispettato il requisito per tre anni consecutivi (per il terzo, il quarto ed il quinto anno di operatività).

²⁴² Art. 69, comma terzo t.u.f.; sul punto cfr. par. 2.6.

²⁴³ Art. 69, comma 2, lett. b) t.u.f.

²⁴⁴ Art. 66, comma 3, lett. a) t.u.f.

essere ammessi a causa delle dimensioni dell'emittente. Saranno pertanto lecite, per esempio: regole che escludano *tout court* che emittenti non PMI possano essere quotati; regole che prevedano che, qualora la percentuale di PMI presenti sul mercato scenda al di sotto di una certa soglia, gli strumenti finanziari di altre società non PMI non possano essere più ammessi alle negoziazioni.

Il secondo problema concerne invece la possibilità per la Consob di registrare un mercato di crescita che non sia dotato di regole, sistemi e procedure atti a garantire il rispetto del requisito del 50% con riferimento a ciascun anno civile. La formulazione della disposizione è sufficientemente chiara per affermare che l'autorità di vigilanza dovrebbe richiedere, prima di rilasciare l'autorizzazione, che siano predisposte misure adeguate a garantire il rispetto del requisito.²⁴⁵ Il fatto che, anche in base all'esperienza europea, la maggior parte delle società che chiede l'ammissione siano PMI potrebbe legittimare la mancata predisposizione di misure volte a garantire il rispetto del requisito stesso, oltre a renderlo, di fatto, superfluo. È inoltre possibile che i requisiti di accesso vengano modificati qualora la percentuale di PMI si avvicini alla soglia del 50%, garantendo in questo modo il rispetto dei requisiti.

2.5.6. Strumenti finanziari che possono essere ammessi alle negoziazioni

La Mifid II ed il regolamento delegato hanno evitato di richiedere il rispetto di standard specifici di *corporate governance*, oppure di delineare in maniera netta le modalità di scelta degli strumenti finanziari che possono essere ammessi alle negoziazioni sui mercati di crescita. Infatti, i sistemi multilaterali di negoziazione esistenti in Europa al momento dell'adozione della direttiva variano ampiamente in relazione alle regole che gli emittenti devono rispettare²⁴⁶ ed in base a chi debba giudicare se gli emittenti rispettano gli *standard* stabiliti.²⁴⁷ Per quanto riguarda il contesto italiano, il t.u.f. si limita a stabilire che il gestore del sistema multilaterale

²⁴⁵ Misure volte pertanto o a limitare le ammissioni alle negoziazioni o ad imporre il *delisting* delle società quando superino una determinata soglia dimensionale.

²⁴⁶ A. PERRONE, nt. 57, 257.

²⁴⁷ In alcuni mercati questo giudizio è svolto direttamente dal gestore del mercato, in altri da un consulente esterno nominato dall'emittente stesso, A. PERRONE, nt. 57, 257.

debba prevedere criteri appropriati per l'ammissione e la permanenza alla negoziazione degli strumenti finanziari.²⁴⁸ Il concetto di appropriatezza non è definito e potrebbe astrattamente riguardare sia gli strumenti finanziari, che gli emittenti stessi, concernendo per esempio il rispetto di determinate forme di *governance*. Non è tuttavia chiarissimo se, per essere appropriati, i criteri per l'ammissione debbano imporre agli emittenti particolari standard di *governance*, ulteriori rispetto a quelli richiesti direttamente dal t.u.f. e dal regolamento delegato. Il giudizio spetterà all'autorità di vigilanza, alla quale è pertanto conferita ampia discrezionalità.²⁴⁹ Sebbene non siano stabiliti espressamente dei requisiti minimi, è stabilito invece un limite massimo ai criteri che il gestore del mercato può richiedere agli emittenti che chiedano l'ammissione: infatti, i mercati di crescita non possono imporre agli emittenti criteri più onerosi di quelli applicabili agli emittenti quotati sui mercati regolamentati.²⁵⁰

In ogni caso, per poter essere appropriati, i criteri stabiliti per l'ammissione degli strumenti finanziari dovranno essere obiettivi e trasparenti²⁵¹, come specificato dal regolamento delegato.²⁵²

2.5.7. Prospetto

Un ulteriore requisito affinché un sistema multilaterale possa essere registrato come mercato di crescita concerne il fatto che lo stesso richieda agli emittenti di disseminare un quantitativo sufficiente di informazioni al momento dell'ammissione alle negoziazioni. In via generale, la disciplina del prospetto si

²⁴⁸ Art. 69, comma 2, lett. b) t.u.f.

²⁴⁹ A. PERRONE, nt. 57, 257.

²⁵⁰ Considerando 112, del regolamento delegato (UE) 2017/56; A. PERRONE, nt. 57, 257.

²⁵¹ Non sembra che il criterio di obiettività restringa la possibilità di prevedere limiti all'ammissione degli strumenti finanziari emessi da società non PMI: semplicemente, tali criteri dovranno essere previsti *ex ante* e dovranno operare in maniera non discriminatoria.

²⁵² Art. 77, par. 2, lett. a) del regolamento delegato (UE) 2017/565. L'art. 66, comma 3, lett. a) t.u.f. prevede che il gestore del sistema multilaterale di negoziazione debba stabilire «regole trasparenti concernenti i criteri per la determinazione degli strumenti finanziari che possono essere negoziati nell'ambito del proprio sistema». I criteri per l'ammissione su di un mercato di crescita che devono essere stabiliti dalla società di gestione sono pertanto più stringenti per due ordini di ragioni: da un lato devono essere obiettivi (come specificato dal regolamento delegato), dall'altro devono essere appropriati (come specificato dal t.u.f.); quest'ultimo giudizio di appropriatezza non potrà che essere condotto dall'autorità di vigilanza.

applica a tutte le offerte al pubblico di strumenti finanziari²⁵³ e quando gli strumenti finanziari siano quotati su di un mercato regolamentato. Tuttavia, le offerte che accompagnano l'ammissione alle negoziazioni su di mercato di crescita potrebbero essere esenti dalla disciplina dell'offerta al pubblico, perché hanno un controvalore inferiore agli 8 milioni di euro oppure sono riservate agli investitori istituzionali.²⁵⁴ Per tali ragioni, il t.u.f. dispone²⁵⁵ che il sistema multilaterale debba prevedere che al momento dell'ammissione dello strumento finanziario vengano pubblicate informazioni sufficienti per permettere agli investitori di effettuare una scelta consapevole in relazione all'investimento.²⁵⁶ Le informazioni pubblicate²⁵⁷ devono consistere in un prospetto²⁵⁸, qualora la sua pubblicazione sia obbligatoria ai sensi del regolamento 2017/1129/UE, oppure in un documento di ammissione, che deve essere «appropriato». Il concetto di appropriatezza non è definito né dalla direttiva, né dal t.u.f., né dal regolamento delegato (UE) 575/2017, che richiede solamente che il gestore del sistema stabilisca ed applichi regole che definiscono il contenuto minimo del documento. Tale contenuto minimo dovrebbe consentire agli investitori di esprimere una valutazione informata circa la posizione e le prospettive finanziarie dell'emittente, nonché di comprendere i diritti connessi agli strumenti finanziari negoziati.²⁵⁹ Di conseguenza, la valutazione circa l'appropriatezza del quantitativo di informazioni da fornire in sede di ammissione alle negoziazioni è lasciata in primo luogo al gestore, e deve essere validata dall'autorità di vigilanza in sede di emanazione del provvedimento di registrazione come mercato di

²⁵³ Come specificato dal considerando 14 del regolamento 2017/1129/UE, la mera ammissione alle negoziazioni di un titolo non costituisce di per sé un'offerta al pubblico.

²⁵⁴ A. PERRONE, nt. 57, 258.

²⁵⁵ Art. 69, comma 2, lett. c) t.u.f. Il testo di tale disposizione corrisponde a quello della lett. c), par. 3 dell'art. 33 del regolamento delegato.

²⁵⁶ Tutti i sistemi multilaterali, e non solamente i mercati di crescita, devono garantire che siano accessibili al pubblico un quantitativo di informazioni, relativo agli strumenti finanziari negoziati, sufficiente ad emettere un giudizio in materia di investimenti, art. 66, comma 3, lett. b) t.u.f.

²⁵⁷ Tali informazioni devono essere rese disponibili per il pubblico sul sito internet del mercato di crescita oppure pubblicando sullo stesso un *link* al sito dell'emittente sul quale sono pubblicate queste informazioni, Art. 78, par. 2, lett. h) del regolamento delegato (UE) 2017/565.

²⁵⁸ Tale prospetto potrà, in determinati casi, essere redatto secondo le forme semplificate del c.d. prospetto della crescita, art. 15 del regolamento 2017/1129/UE; su punto si rinvia al par. 4.2.

²⁵⁹ Art. 78, par. 2, lett. d) del regolamento delegato (UE) 2017/565.

crescita.²⁶⁰ Anche in questo caso è dunque lasciata alla competente autorità la valutazione definitiva riguardo all'equilibrio fra protezione degli investitori ed oneri posti a carico degli emittenti.²⁶¹

Qualora non venga redatto il prospetto, ma solo il documento di ammissione, lo stesso deve essere prodotto dall'emittente sotto la sua responsabilità²⁶² come peraltro suggerito dall'ESMA.²⁶³ Tuttavia, il medesimo regolamento delegato dispone che il gestore del mercato debba richiedere all'emittente che il documento di ammissione sia sottoposto ad un «adeguato riesame riguardo a completezza, coerenza e comprensibilità».²⁶⁴ Il soggetto che opererà il riesame sarà deciso dal gestore del mercato²⁶⁵ e potrà essere sia interno al gestore del mercato sia un soggetto terzo.²⁶⁶ L'oggetto della revisione non sembra essere la veridicità del contenuto del documento di ammissione, quanto piuttosto la sua completezza e correttezza formale. In ogni caso, la responsabilità del soggetto terzo dovrà essere valutata secondo le disposizioni nazionali²⁶⁷ e non è armonizzata a livello europeo.

Il regolamento delegato richiede che il documento di ammissione riporti se lo stesso è stato o meno approvato o riesaminato e da quale soggetto.²⁶⁸ Tuttavia, la disposizione è contraddittoria²⁶⁹, poiché, come è stato appena ricostruito, è lo stesso

²⁶⁰ A. PERRONE, nt. 57, 258. Il considerando 113 del regolamento delegato (UE) 2017/565 afferma che «è opportuno che le autorità competenti mantengano la discrezionalità di valutare se le norme stabilite dal gestore del mercato di crescita per le PMI consentono un'informazione adeguata degli investitori».

²⁶¹ Il testo finale riflette i suggerimenti dell'Esma, che aveva proposto di non adottare uno standard unico per il documento di ammissione, viste le differenze fra le prassi di mercato vigenti nell'Unione Europea al momento dell'adozione della Mifid II, ESMA, *Final Report – ESMA's technical advice to the Commission on Mifid II and Mifir*, 2014, disponibile all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/document/technical-advice-commission-mifid-ii-and-mifir>, 358-59, nn. 4-15.

²⁶² Art. 78, par. 2, lett. c) del regolamento delegato (UE) 2017/565. Né il regolamento, né la direttiva escludono però la possibilità che il gestore del mercato si attribuisca la responsabilità di riesaminare i documenti di ammissione o che le autorità di vigilanza nazionali siano incaricate (ovviamente dalla legge e non dal regolamento del mercato) di effettuare le verifiche, A. PERRONE, nt. 198, 258.

²⁶³ ESMA, nt. 261, 360, n. 17

²⁶⁴ Art. 78, par. 2, lett. f) del regolamento delegato (UE) 2017/565.

²⁶⁵ Lo schema secondo cui il documento di ammissione viene rivisto da un soggetto terzo ricalca quello previsto dal regolamento prospetto, A. PERRONE, nt. 57, 259.

²⁶⁶ A. PERRONE, nt. 57, 259.

²⁶⁷ A. PERRONE, nt. 57, 259.

²⁶⁸ Art. 78, par. 2, lett. c) del regolamento delegato (UE) 2017/565.

²⁶⁹ A. PERRONE, nt. 57, 258.

regolamento delegato a richiedere che il documento di ammissione sia sempre sottoposto ad un adeguato riesame.²⁷⁰

Infine, l'unico elemento specifico che deve per forza essere presente nel documento di ammissione è stabilito direttamente dall'art. 78, par. 2, lett. e) del regolamento delegato (UE) 2017/565. Infatti, affinché il sistema multilaterale venga registrato come mercato di crescita, il regolamento del mercato deve richiedere che l'emittente dichiari, nel documento di ammissione, se ritiene il suo capitale circolante sufficiente per le attuali esigenze o, in caso negativo, come propone di provvedere al capitale circolante aggiuntivo necessario. Non è dunque previsto che l'emittente disponga di un determinato livello di capitale circolante come requisito per l'ammissione alle negoziazioni²⁷¹, ma il requisito sostanziale è sostituito da una dichiarazione dell'emittente stesso.

2.5.8. Diffusione delle informazioni

Uno dei pilastri su cui sono costruiti i mercati finanziari moderni è la diffusione obbligatoria di determinate informazioni.²⁷² L'informazione dovrebbe essere il primo presidio a tutela degli investitori, sia perché permetterebbe di svolgere in maniera accurata l'attività di *pricing* dei titoli, sia perché permetterebbe l'esercizio consapevole dei diritti attribuiti dagli strumenti finanziari. Al tempo stesso, però, la diffusione dell'informazione al pubblico comporta rilevanti costi ed oneri per l'emittente²⁷³, nonché possibili frizioni con la riservatezza relativa allo svolgimento dell'attività imprenditoriale.²⁷⁴ Peraltro, le diverse fonti europee in materia di trasparenza e diffusione delle informazioni hanno un ambito applicativo differente ed è dunque necessario individuare quali si applichino direttamente agli emittenti quotati sui mercati di crescita.

²⁷⁰ Art. 78, par. 2, lett. f) del regolamento delegato (UE) 2017/565.

²⁷¹ A. PERRONE, nt. 57, 258.

²⁷² Per una discussione del ruolo della *disclosure* sui mercati finanziari si veda L. ENRIQUES-S. GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, 511 ss.

²⁷³ A. PERRONE, nt. 57, 259.

²⁷⁴ Si veda S. GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Milano, 2012.

Le disposizioni della direttiva sulla trasparenza²⁷⁵ si applicano solo agli emittenti quotati sui mercati regolamentati e non concernono dunque gli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi sui mercati di crescita. Anche in questo caso, il bilanciamento fra tutela degli investitori ed oneri per gli emittenti quotati è quindi lasciato al regolamento del mercato e sottoposto al controllo della Consob in sede di registrazione del mercato di crescita. Il t.u.f.²⁷⁶ richiede che il gestore del mercato preveda meccanismi che assicurino che vi sia un'adeguata informativa finanziaria periodica, che deve comprendere quanto meno la relazione finanziaria annuale sottoposta a revisione, messa a disposizione dall'emittente o da altri per suo conto.²⁷⁷ Mentre il t.u.f. esplicita come contenuto obbligatorio dell'adeguata informativa periodica esclusivamente la relazione annuale²⁷⁸, il regolamento delegato (UE) 2017/565²⁷⁹ impone di pubblicare anche una relazione finanziaria semestrale, entro il termine di quattro mesi dal termine dei primi sei mesi di ciascun esercizio.²⁸⁰ Il regolamento delegato, quindi, non si riferisce a criteri generali (adeguatezza), ma sancisce direttamente quale sia l'informazione che il regolamento del mercato di crescita deve obbligatoriamente richiedere per poter essere registrato come tale.²⁸¹ Ne consegue che il regolamento dovrà richiedere la

²⁷⁵ Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 2004, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE, L390/38.

²⁷⁶ Art. 69, comma 2, lett. d) t.u.f.

²⁷⁷ Anche in questo caso, come per il prospetto o il documento di ammissione, tali documenti devono essere pubblicati sul sito internet del mercato di crescita oppure deve essere presente sullo stesso un collegamento diretto al sito dell'emittente dove tali documenti sono resi disponibili, ai sensi dell'art. 78, par. 2, lett. h) del regolamento delegato (UE) 2017/565. I documenti ed i collegamenti devono restare disponibili per un periodo minimo di 5 anni ai sensi dell'art. 78, par. 2, lett. i) del regolamento delegato (UE) 2017/565. Per quanto non sia specificato da che momento decorrano i cinque anni, è ragionevole che essi decorrano dal momento della prima pubblicazione.

²⁷⁸ Entro sei mesi dal termine dell'esercizio.

²⁷⁹ Art. 78, par. 2, lett. g) del regolamento delegato (UE) 2017/565.

²⁸⁰ I termini per la pubblicazione delle informazioni sono dunque meno stringenti rispetto a quelli richiesti per gli emittenti quotati su di un mercato regolamentato dalla direttiva sulla trasparenza; si veda anche il considerando n. 114 del regolamento delegato (UE) 2017/565.

²⁸¹ Inoltre, il considerando n. 114 del regolamento delegato (UE) 2017/565 non prevede che le informazioni debbano essere riportate adottando uno specifico sistema contabile, ma che «il gestore di un mercato di crescita per le PMI dovrebbe essere libero di prescrivere agli emittenti i cui strumenti finanziari sono negoziati nella sua sede l'uso dei principi internazionali di informativa finanziaria (IFRS) o dei principi di informativa finanziaria ammessi dalle leggi e dai regolamenti locali oppure di entrambi».

pubblicazione di due relazioni finanziarie, ferma restando la possibilità di richiedere la pubblicazione di ulteriori informazioni da parte degli emittenti.

Mentre le disposizioni analizzate valevano indistintamente per tutti i mercati di crescita, a prescindere dalla natura degli strumenti finanziari negoziati (azioni, obbligazioni, ecc.), l'entrata in vigore del regolamento delegato (UE) 2019/1011 ha creato una distinzione fra i mercati destinati agli strumenti di capitale e gli altri mercati. È infatti un principio della disciplina dei mercati di crescita²⁸² che non debbano essere imposti agli emittenti oneri maggiori rispetto a quelli richiesti per la quotazione su di un mercato regolamentato. Tuttavia, gli «emittenti di strumenti diversi dagli strumenti di capitale che si rivolgono a clienti professionali sui mercati regolamentati, invece, non sono soggetti»²⁸³ all'obbligo di pubblicazione della relazione finanziaria semestrale previsto dalla direttiva sulla trasparenza. Inoltre, il legislatore europeo ritiene che la redazione della relazione finanziaria semestrale per gli emittenti i cui titoli (non di capitale) sono ammessi alle negoziazioni su di un mercato di crescita sia un'obbligazione sproporzionata.²⁸⁴ Per di più, poiché molti sistemi multilaterali dedicati agli strumenti di capitale non delle PMI non richiedono la pubblicazione di una relazione semestrale, è stato considerato che tale obbligazione costituisca un elemento di dissuasione alla loro registrazione come mercati di crescita.²⁸⁵

Di conseguenza, il regolamento delegato (UE) 2019/1011²⁸⁶ ha disposto che il gestore del mercato possa esentare gli emittenti che hanno strumenti finanziari non di capitale negoziati sul sistema dalla pubblicazione della relazione finanziaria annuale. Per quanto non sia specificato, tale esenzione non potrà essere *ad hoc*, ma dovrà essere prevista per la generalità degli emittenti nel regolamento del

²⁸² Sul punto, vedasi il il considerando n. 112 del regolamento delegato (UE) 2017/565 che dispone: «in ogni caso, il mercato di crescita per le PMI non dovrebbe prevedere norme che impongono agli emittenti oneri maggiori rispetto a quelli loro applicabili nei mercati regolamentati». Ta principio è ribadito anche nel considerando n. 4 del regolamento delegato (UE) 2019/1011.

²⁸³ Considerando n. 4 del regolamento delegato (UE) 2019/1011.

²⁸⁴ Considerando n. 4 del regolamento delegato (UE) 2019/1011.

²⁸⁵ Considerando n. 4 del regolamento delegato (UE) 2019/1011.

²⁸⁶ Aggiungendo un nuovo comma al secondo paragrafo dell'art. 78 del regolamento delegato (UE) 2017/565.

mercato.²⁸⁷ Con formula non chiarissima, la modifica prevede altresì che l'autorità competente non imponga che gli emittenti debbano pubblicare la relazione semestrale. Poiché l'obbligo di redigere la relazione semestrale rimane un criterio per la registrazione del mercato come mercato di crescita, la disposizione dovrà essere interpretata come un divieto per l'autorità competente di imporre come criterio per la registrazione che il regolamento del mercato richieda la pubblicazione della relazione semestrale.

2.5.9. Abusi di mercato

Per quanto riguarda l'informazione privilegiata e gli abusi di mercato, la Mifid II e il t.u.f. affermano che il gestore del mercato deve assicurare che gli emittenti, le persone che esercitano responsabilità di direzione e le persone ad esse strettamente legate, come individuati rispettivamente dai punti 21), 25) e 26) dell'articolo 3, paragrafo 1, del regolamento UE n. 596/2014, rispettino i requisiti loro applicabili dettati dal citato regolamento. Inoltre, i gestori dei mercati di crescita devono garantire che esistano sistemi e controlli efficaci volti a prevenire e individuare gli abusi di mercato secondo quanto prescritto dal regolamento (UE) n. 596/2014. Tuttavia, il regolamento sugli abusi di mercato si applica integralmente anche agli emittenti con strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni sui sistemi multilaterali e quindi anche sui mercati di crescita. Per tale ragione, e proprio per ridurre gli oneri regolamentari a carico degli emittenti, il legislatore europeo ha recentemente previsto alcune deroghe a vantaggio degli emittenti quotati sui mercati di crescita, che verranno analizzate in seguito poiché non concernono il procedimento di registrazione. Ciò che bisogna notare in questa sede è solamente che gli obblighi in materia di informazioni privilegiate derivano direttamente da fonti primarie, piuttosto che dal regolamento del mercato.

²⁸⁷ I criteri di ammissione degli emittenti devono infatti essere trasparenti ed obiettivi, come si è già argomentato.

2.5.10. Liquidità

Uno dei problemi che scoraggia l'investimento negli strumenti finanziari negoziati sui mercati di crescita concerne la loro liquidità.²⁸⁸ Per quanto riguarda gli emittenti, la mancanza di liquidità comporta che gli strumenti finanziari vengano negoziati con uno sconto, dovuto al maggior rischio di liquidità.²⁸⁹ Questo rende meno convenienti sia le quotazioni, sia il mantenimento dello *status* di emittente ammesso alle negoziazioni, aumentando la probabilità di *delisting*.²⁹⁰ Per quanto riguarda invece gli intermediari, la mancanza di liquidità rende meno remunerativo svolgere i servizi di *brokerage* e di *market making* ed in generale i servizi di consulenza relativi alle PMI.²⁹¹

Oltre a considerare i costi ed i benefici dell'introduzione dei contratti di liquidità²⁹², lo Staff della Commissione Europea ha suggerito che i sistemi multilaterali di negoziazione, per poter essere registrati come mercati di crescita, debbano richiedere agli emittenti un requisito minimo di flottante. Invece di imporre un livello minimo uniforme a livello europeo, è stato suggerito di lasciare al gestore del mercato, sotto il controllo dell'autorità competente²⁹³ per la registrazione, la possibilità di fissare il livello minimo di flottante, in modo da poterlo adattare alle condizioni dei singoli mercati.²⁹⁴

Tenendo in considerazione questi suggerimenti, il regolamento delegato (UE) 2019/1011 ha introdotto un requisito aggiuntivo che i sistemi multilaterali devono rispettare per poter essere registrati come mercati di crescita.²⁹⁵ Il gestore del mercato deve imporre che gli emittenti destinino alla negoziazione un quantitativo

²⁸⁸ Il documento della Commissione riporta la definizione di liquidità data da Keynes: «According to Keynes (1930), 'a market is liquid if trades can quickly buy or sell large numbers of shares without large price effects'» COMMISSION STAFF, nt. 204, 13, nt. 48.

²⁸⁹ COMMISSION STAFF, nt. 204, 14.

²⁹⁰ COMMISSION STAFF, nt. 204, 14

²⁹¹ COMMISSION STAFF, nt. 204, 14-15.

²⁹² COMMISSION STAFF, nt. 204, 33. Cfr. par. 2.5.10.

²⁹³ Al fine di evitare il rischio che i gestori del mercato fissino un livello di flottante troppo basso, l'autorità competente per la registrazione dovrebbe verificare che la soglia richiesta non sia eccessivamente ridotta, COMMISSION STAFF, nt. 204, 52.

²⁹⁴ COMMISSION STAFF, nt. 204, 51.

²⁹⁵ Tale requisito sarà introdotto come lett. j), par. 2 dell'art. 78 del regolamento delegato (UE) 2017/565.

minimo delle azioni emesse. La soglia deve essere fissata dal gestore o come valore assoluto o come percentuale del totale del capitale azionario emesso. Conformemente all'idea che il problema della liquidità affligga principalmente le azioni delle PMI²⁹⁶, il requisito si riferisce solamente – come si deduce dal fatto che faccia riferimento esclusivamente alle azioni – ai mercati di crescita dedicati alle azioni.

2.6. La natura minimale dei requisiti

I requisiti previsti dal t.u.f. per la registrazione come mercato di crescita del sistema multilaterale, come delineati anche dal regolamento delegato, sono requisiti minimi: il gestore del mercato di crescita per le PMI può infatti prevedere ulteriori requisiti per le società ivi ammesse²⁹⁷ ed è limitato solo dal fatto che tali regole non possono essere più onerose²⁹⁸ di quelle previste per i mercati regolamentati.²⁹⁹ Il terzo comma dell'art. 69 t.u.f. è chiarissimo nell'esplicitare che il gestore del mercato di crescita può prevedere requisiti aggiuntivi nel proprio regolamento rispetto a quelli indicati come necessari per la registrazione. Evidentemente, i requisiti aggiuntivi non sono necessari per la registrazione come mercato di crescita, bensì requisiti ai quali le società che chiedono l'ammissione dei propri strumenti finanziari possono essere obbligate ad uniformarsi. È invece da escludere che l'autorità di vigilanza possa richiedere al gestore del sistema multilaterale di prevedere requisiti aggiuntivi per la sua registrazione come mercato di crescita.

La possibilità di prevedere requisiti aggiuntivi dimostra dunque che le regole di *governance* o di trasparenza che il gestore del mercato può richiedere agli emittenti sono considerati dal legislatore come un elemento critico per la

²⁹⁶ COMMISSION STAFF, nt. 204, 14.

²⁹⁷ Il mercato di crescita può dunque essere soggetto ad ulteriori regole “autoimposte”, in relazione alle operazioni, agli emittenti o agli strumenti finanziari, M. HUERTAS-M. BEYERSDORFER, *SME growth markets in 2018: will MiFID II/MiFIR drive greater choice of capital markets based financing options for SMEs?*, in *International company and commercial law review*, 2017, 409.

²⁹⁸ Stabilisce espressamente il considerando 112 del regolamento delegato: «[i]n ogni caso, il mercato di crescita per le PMI non dovrebbe prevedere norme che impongono agli emittenti oneri maggiori rispetto a quelli loro applicabili nei mercati regolamentati».

²⁹⁹ Tale disposizione è espressione del principio di non discriminazione secondo M. HUERTAS-M. BEYERSDORFER, nt. 297, 409.

competitività del mercato di crescita per le PMI. Tuttavia, non pare che il terzo comma consenta alla società di gestione di imporre agli emittenti qualsiasi regola di diritto societario, anche in deroga rispetto alle disposizioni codicistiche.³⁰⁰ Al contrario, il terzo comma permette alla società di gestione di richiedere di divulgare ulteriori informazioni, oppure di divulgarle con maggiore frequenza, o potrebbe imporre l'adozione di un sistema di *governance* altrimenti opzionale.

Nell'analisi delle clausole del regolamento del mercato (e quindi anche della loro validità) sarà dunque necessario tenere in considerazione la distinzione fra clausole necessarie, o comunque richieste dalle fonti europee, e clausole invece meramente opzionali. Mentre le prime, per quanto abbiano natura contrattuale, avranno un "appoggio" legislativo, le seconde avranno una natura esclusivamente contrattuale.

2.7. Il processo di registrazione

L'autorità competente per la registrazione come mercati di crescita dei sistemi multilaterali di negoziazione in Italia è la Consob. Al fine della registrazione, la Consob deve verificare la sussistenza di tutti i requisiti previsti dall'art. 69 t.u.f. e 78 del regolamento delegato, che sono stati analizzati nei paragrafi precedenti. Le disposizioni, sia quelle europee che nazionali, descrivono la verifica dei requisiti per la registrazione in termini oggettivi. Il t.u.f. afferma che la Consob «registra» un sistema multilaterale come mercato di crescita se sono soddisfatti i requisiti di legge.³⁰¹ Il regolamento delegato (UE) 2017/565 afferma che l'autorità di vigilanza registra il sistema solo dopo aver verificato che lo stesso rispetta i requisiti del regolamento.³⁰² Dalla formulazione letterale delle disposizioni è possibile dedurre che la Consob non abbia il potere discrezionale di decidere se registrare o meno un sistema di negoziazione; al contrario, se il sistema rispetta tutti i requisiti di legge,

³⁰⁰ In dottrina è dibattuto se il regolamento del mercato emanato dalla società di gestione, possa derogare, sia nei confronti degli operatori che nei confronti degli emittenti, almeno in parte alle norme codicistiche; a favore di un approccio "flessibile", VENTORUZZO, *Natura giuridica e disciplina del rapporto*, 722 ss.; SALAMINA, *Responsabilità del nominated adviser*, 317. A favore dell'inderogabilità delle norme imperative, invece, GALGANO, *Regolamenti contrattuali e pene private*, 509.

³⁰¹ Art. 69, comma primo t.u.f.

³⁰² Art. 78, par. 2 del regolamento delegato (UE) 2017/565.

la registrazione dovrebbe essere garantita. È tuttavia evidente che questa affermazione non elide la natura discrezionale della valutazione di alcuni dei requisiti più generali previsti dal t.u.f., come la previsione di criteri appropriati, obiettivi e trasparenti per l'ammissione alla negoziazione degli strumenti finanziari. Come è stato affermato precedentemente, la Consob è spesso chiamata a valutare l'adeguatezza delle scelte del gestore del sistema multilaterale nel bilanciamento fra tutela degli investitori ed oneri imposti agli emittenti: un'attività connotata da un'intrinseca discrezionalità.

Il regolamento mercati della Consob specifica quali siano le informazioni che devono essere trasmesse alla Consob dalla sede di negoziazione al fine di essere registrata come mercato di crescita. In primo luogo, devono essere comunicate e specificate le verifiche effettuate dal gestore del sistema per determinare se almeno il 50% degli emittenti ammessi alla negoziazione sia costituito da PMI.³⁰³ Tuttavia, come previsto dal regolamento delegato (UE) 2017/565³⁰⁴, è compito dell'autorità competente calcolare la percentuale delle PMI³⁰⁵: di conseguenza, la trasmissione delle verifiche dovrebbe semplificare l'attività della Consob, che però non si limita alla semplice verifica dell'attività svolta dal gestore del sistema multilaterale di negoziazione. Tale considerazione è rafforzata dall'obbligo di trasmettere alla Consob altresì l'elenco degli emittenti³⁰⁶, indicando per ciascuno di essi, laddove rilevante per la verifica della qualità di PMI, gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione³⁰⁷, il numero medio dei dipendenti, il totale di bilancio ed il fatturato annuo netto. Sulla base di tali informazioni la Consob provvederà a calcolare che almeno il 50% degli emittenti quotati sia costituito da PMI. Mentre i requisiti relativi al numero dei dipendenti, al totale di bilancio e al fatturato erano rilevanti per valutare la natura di PMI delle società che non emettevano azioni, dopo le

³⁰³ Art. 45, comma primo, lett. a) reg. mercati Consob.

³⁰⁴ L'art. 69 del t.u.f. è meno esplicito al riguardo, poiché prevede che la Consob registri un sistema multilaterale come mercato di crescita se sono rispettati i requisiti di legge, ma non specifica chi debba effettuare il calcolo del requisito che il 50% degli emittenti i cui strumenti finanziari siano ammessi alla negoziazione sia costituito da PMI.

³⁰⁵ Art. 78, par. 1 del regolamento delegato (UE) 2017/565.

³⁰⁶ Art. 45, comma primo, lett. b) reg. mercati Consob.

³⁰⁷ Indicando la denominazione ed il codice ISIN.

modifiche introdotte dal regolamento delegato (UE) 2019/1011 non è chiara quale sia la loro rilevanza. Infatti, l'emittente strumenti di capitale deve essere considerato PMI solo in base alla capitalizzazione di mercato³⁰⁸, mentre la società che non emette strumenti di capitale solo in base al valore nominale delle emissioni di debito nell'anno precedente.³⁰⁹

Oltre ai dati relativi alle società ammesse alla negoziazione, il sistema multilaterale dovrà trasmettere alla Consob il regolamento del mercato, da cui risulti il rispetto degli altri requisiti necessari per la registrazione come mercato di crescita.³¹⁰ La verifica non comporterà comunque un'approvazione esplicita del regolamento da parte della Consob, ma sarà necessaria ai soli fini della registrazione come mercato di crescita.³¹¹ La trasmissione del regolamento del mercato alla Consob, e le verifiche effettuate dall'autorità di vigilanza, non comportano che l'autorità approvi il regolamento.

Infine, il regolamento mercati³¹² dispone che le sedi di negoziazione trasmettano, entro il mese di maggio di ciascun anno, le informazioni relative alle verifiche effettuate per determinare se gli emittenti siano PMI ed i dati affinché la Consob stessa possa procedere al calcolo. Tali informazioni permettono alla Consob di monitorare il rispetto del requisito relativo alla percentuale di PMI ammesse alla quotazione, mentre non è previsto che il mercato di crescita invii annualmente il regolamento alla Consob.

2.8. Revoca della registrazione

Le cause di revoca della registrazione del sistema multilaterale come mercato di crescita sono delineate dall'art. 79 del regolamento delegato (UE) 2017/565. Il

³⁰⁸ Per tutte le ragioni esplicitate nel par. 2.5.2.

³⁰⁹ Art. 1, par. 1 del regolamento delegato (UE) 2019/1011.

³¹⁰ Art. 45, comma primo, lett. c) reg. mercati Consob.

³¹¹ Se la trasmissione del regolamento del mercato alla Consob è adeguata a verificare che il sistema multilaterale disponga di regole efficaci a garantire il rispetto dei requisiti di legge per la registrazione, non è altrettanto sicuro che lo sia a verificare che il sistema disponga altresì di «sistemi e procedure efficaci» a garantire il rispetto dei requisiti, che pure sono richiesti dall'art. 69, comma secondo t.u.f.

³¹² Art. 45, comma secondo reg. mercati Consob.

primo paragrafo prevede che sia revocata la registrazione qualora siano superate per tre anni consecutivi le percentuali di strumenti finanziari di emittenti che non siano PMI: per una discussione del tema si rimanda a quanto scritto *supra*³¹³.

Inoltre, sia il t.u.f.³¹⁴ che il regolamento delegato³¹⁵, prevedono due ulteriori casi di revoca della registrazione, uno volontario ed uno sanzionatorio. In primo luogo, si prevede che la Consob possa revocare la registrazione quando il mercato di crescita non rispetta più i requisiti previsti per la registrazione. Ne consegue che, sebbene vengano trasmesse annualmente alla Consob solamente le informazioni necessarie a valutare se gli emittenti ammessi siano o meno PMI³¹⁶, l'autorità di vigilanza potrà esercitare un controllo costante, quanto meno in via di fatto, sulla conformità del regolamento del mercato alle disposizioni di legge e sul fatto che la società di gestione assicuri il rispetto delle stesse. Per quanto la Consob non debba approvare le modifiche al regolamento del mercato, essa potrà esercitare di fatto un controllo successivo ed eventuale, tramite la possibilità di revocare la registrazione qualora vengano introdotte modifiche che rendano il regolamento non coerente con i requisiti necessari affinché il sistema multilaterale sia registrato come mercato di crescita.

La revoca della registrazione può altresì essere richiesta alla Consob da parte del gestore del mercato di crescita. Il fatto che non siano apposte condizioni alla possibilità di domandare la revoca della registrazione e non sia attribuito alcun diritto agli emittenti di partecipare alla decisione o di contestarla lascia presumere che gli emittenti stessi non vantino alcun diritto nei confronti del gestore del mercato riguardo al mantenimento della qualifica di mercato di crescita. Questa scelta desta qualche perplessità, quanto meno nella misura in cui il regolamento sugli abusi di mercato ed il regolamento prospetto prevedono ora alcune semplificazioni per gli emittenti ammessi sui mercati di crescita, anche rispetto a quelli ammessi sui semplici sistemi multilaterali di negoziazione.

³¹³ Cfr. par. 2.5.2., 2.5.3., 2.5.4, 2.5.5.

³¹⁴ Art. 69, comma 4 t.u.f.

³¹⁵ Art. 79, par. 2 del regolamento delegato (UE) 2017/565.

³¹⁶ Art. 45 del reg. mercati Consob, cfr. par. 2.7.

In ogni caso, quando revoca la registrazione come mercato di crescita di un sistema multilaterale di negoziazione, la Consob notifica non appena possibile il provvedimento all'Esma, affinché l'elenco dei mercati di crescita pubblicato sul sito web dell'autorità europea possa essere aggiornato.

2.9. Dual listing

Nei precedenti paragrafi è stato analizzato come, per essere autorizzato come mercato di crescita, il sistema multilaterale debba prevedere regole specifiche per l'ammissione alle negoziazioni degli strumenti finanziari, nonché imporre agli emittenti obblighi di *disclosure*. Ne consegue che il processo di ammissione alle negoziazioni richiede, nella generalità dei casi, una richiesta da parte dell'emittente, nonché che lo stesso si sottoponga ad ulteriori e più incisive disposizioni rispetto agli emittenti non quotati sui mercati regolamentati. Questo sistema è in parte derogato da quanto previsto dal comma quinto dell'art. 69 t.u.f.³¹⁷, che dispone che il gestore del mercato di crescita possa ammettere direttamente alla negoziazione³¹⁸ uno strumento finanziario di un emittente ammesso alla negoziazione su di un altro mercato di crescita, se l'emittente è stato informato e non ha sollevato obiezioni.³¹⁹ In questo caso, il procedimento di quotazione dello strumento finanziario si inverte: infatti, non è l'emittente che richiede l'ammissione, ma è il gestore della sede di negoziazione che procede all'ammissione degli strumenti se l'emittente non si oppone.

Questo particolare caso di *dual listing* dovrebbe favorire sia gli emittenti che gli investitori: infatti, l'ammissione su più sedi di negoziazione dovrebbe aumentare

³¹⁷ Tale articolo riproduce il paragrafo 7 dell'art. 33 della Mifid II.

³¹⁸ La disposizione non specifica chi debba oppure possa richiedere l'ammissione dello strumento finanziario sul mercato di crescita.

³¹⁹ La disposizione non specifica né le modalità con cui l'emittente debba essere preventivamente informato, né le modalità con cui l'emittente debba o possa sollevare obiezioni. Inoltre, non è specificato se il gestore del mercato debba accertare direttamente la mancata opposizione da parte dell'emittente oppure no. Potenzialmente, si potrebbe richiedere che l'emittente esprima l'assenza di obiezioni per iscritto, oppure che il semplice silenzio assenso basti. Sebbene l'emittente non sia soggetto agli obblighi previsti dal regolamento del secondo mercato di crescita, si ritiene che l'ammissione su di un altro mercato sia un evento così rilevante per l'emittente che non sia sufficiente una forma di silenzio assenso, ma sia necessario che lo stesso affermi di non sollevare obiezioni.

la liquidità degli strumenti finanziari, con gli annessi vantaggi per il reperimento di investitori da parte degli emittenti. Inoltre, dovrebbe aumentare la concorrenza fra le sedi di negoziazione con la conseguente diminuzione dei prezzi per gli operatori. È stato anche evidenziato che questo *dual listing*, soprattutto se i due o più mercati di crescita appartengono a Stati diversi dell'Unione, potrebbe avere l'effetto di accelerare e favorire gli obiettivi dell'Unione dei mercati dei capitali.³²⁰

Il secondo periodo del quinto comma specifica che l'emittente ammesso su impulso del gestore del mercato non sarà soggetto né alle disposizioni sulla *governance* richieste dal regolamento del mercato né agli obblighi relativi alla *disclosure* iniziale, continuativa o *ad hoc*. Tuttavia, il “mancato” rispetto dei requisiti stabiliti dal regolamento del mercato da parte degli emittenti strumenti finanziari oggetto di *dual listing* è più apparente che reale. Infatti, la doppia quotazione è possibile solamente per società che siano già quotate su di un mercato di crescita³²¹, e che quindi debbano già rispettare un regolamento aderente ai requisiti normativi. Di conseguenza, tutti gli emittenti devono rispettare un regolamento del mercato che richieda un determinato livello di trasparenza e di protezione degli investitori, ma non è scontato che tutti gli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione su di un determinato mercato rispettino i medesimi requisiti.³²²

Infine, bisogna chiedersi quali siano le conseguenze sulla seconda ammissione alla negoziazione della cancellazione della registrazione come mercato di crescita del primo mercato oppure del *delisting* effettuato dall'emittente dal primo mercato. Poiché l'ammissione alle negoziazioni su di un altro mercato di crescita è condizione necessaria perché gli strumenti finanziari siano negoziati anche sul

³²⁰ M. HUERTAS-M. BEYERSDORFER, nt. 297, 410.

³²¹ Questo processo di *dual listing* non potrà dunque essere fatto per strumenti finanziari che siano ammessi alle negoziazioni su di un sistema multilaterale che non sia altresì un mercato di crescita.

³²² Ciò è accentuato dal fatto che, come è stato argomentato in precedenza, spetta anche al gestore del mercato e all'autorità di vigilanza che emana il provvedimento di registrazione decidere esattamente come contemperare tutela degli investitori ed oneri amministrativi in capo alle società quotate ed è dunque possibile che i singoli mercati di crescita prevedano regole molto eterogenee fra loro.

secondo mercato, qualora cessi la quotazione sul primo mercato, gli strumenti finanziari dovranno essere esclusi dalle negoziazioni sul secondo mercato.³²³

2.10. Conclusioni

Il presente capitolo ha ricostruito come sia articolato il sistema delle sedi negoziazione europee dopo la Mifid II e quali siano il ruolo e le funzioni specifiche assegnate ai mercati di crescita. In quest'ottica, sono stati valutati i requisiti che devono essere verificati dall'autorità di vigilanza in sede di registrazione, al fine di chiarire elementi dubbi sollevati dalla formulazione delle disposizioni, sia nazionali che europee. Inoltre, l'analisi delle condizioni per la registrazione di un sistema multilaterale come mercato di crescita è un presupposto necessario per poter indagare la disciplina a cui sono sottoposti gli emittenti ammessi alle negoziazioni. Infatti, parte della regolamentazione a cui sono sottoposte le società deriva dal regolamento del mercato ed un'analisi focalizzata solamente sulle fonti legislative sarebbe pertanto incompleta.

³²³ Salva ovviamente la possibilità per l'emittente di richiedere l'ammissione al secondo mercato, con il conseguente obbligo di rispetto del regolamento.

CAPITOLO TERZO

LA DISCIPLINA DI DIRITTO SOCIETARIO

SOMMARIO: 3.1. Introduzione. - 3.2. Il rapporto con le società quotate sui mercati regolamentati. - 3.3. Le caratteristiche qualificanti delle società quotate. - 3.3.1. Il recesso. - 3.3.2. Le decisioni circa il *listing* ed il *delisting*. - 3.4. Il regolamento del mercato dell'AIM. - 3.4.1. L'inserimento di clausole statutarie. - 3.5. Sanzioni del mercato di crescita e responsabilità del c.d.a. per il mancato rispetto del regolamento. - 3.6. Conclusioni.

3.1. Introduzione

Come è stato ricostruito nei precedenti capitoli, l'architettura regolamentare dei mercati di crescita ruota in gran parte intorno al regolamento del mercato stesso, sottoposto al controllo dell'autorità di vigilanza. La maggiore flessibilità del regolamento del mercato rispetto a fonti normative dovrebbe permettere di adattare le regole agli specifici contesti nazionali e di bilanciare meglio le esigenze di protezione degli azionisti (specialmente di minoranza) con il timore degli azionisti di controllo di perdere l'influenza dominante sulla società (che ridurrebbe il numero di richieste di accesso alle negoziazioni).

Anche per quanto riguarda le regole di *corporate governance*³²⁴ il luogo principale dove ricercare le “disposizioni speciali” per quanto riguarda gli emittenti ammessi sono i regolamenti dell'AIM Italia, al fine di valutare quali siano le specifiche previsioni che gli emittenti devono rispettare affinché le loro azioni possano essere ammesse alle negoziazioni. La previsione di disposizioni particolari rispetto alla *governance* societaria non è dunque armonizzata a livello europeo, non è esplicitamente richiesta come condizione di registrazione del sistema multilaterale come mercato di crescita. Mentre le norme europee specificano gli obblighi di trasparenza che il regolamento del mercato deve imporre agli emittenti, le disposizioni in materia di *governance* sono più astratte. L'art. 69 t.u.f. richiede

³²⁴ Relativamente all'emersione della *corporate governance* come ambito di studio si veda R. GILSON, *From corporate law to corporate governance*, in *Oxford Handbook of corporate law and governance*, a cura di J. Gordon e W. Ringe, Oxford, 2018.

infatti che il gestore del mercato, tramite il regolamento dello stesso³²⁵, preveda criteri appropriati per l'ammissione sul mercato dei titoli, senza specificare ulteriormente il criterio di appropriatezza. Oltre a prevedere requisiti di *governance* come criteri appropriati per l'ammissione degli strumenti finanziari alle negoziazioni, il regolamento del mercato potrà prevederne di ulteriori come requisiti aggiuntivi di cui all'art. 69, comma 3 t.u.f.

Poiché il regolamento costituisce un documento contrattuale³²⁶ che vincola esclusivamente l'emittente alla società di gestione del mercato, e non vincola direttamente gli azionisti ed i soggetti terzi che vengano in contatto con la società, il regolamento del mercato dovrà richiedere che gli statuti prevedano specifiche

³²⁵ Nel caso dell'AIM Italia, il regolamento del mercato si compone di una pluralità di documenti, volti a regolare aspetti diversi dei rapporti fra società di gestione, emittenti e partecipanti al mercato. La maggior parte delle disposizioni relative alla *governance* ed all'informazione sono contenute nel regolamento emittenti dell'AIM. Regolamento emittenti che, nonostante l'omonimia, ha diversa natura giuridica rispetto al regolamento emittenti emanato dalla Consob. Mentre il regolamento emittenti emanato dalla Consob è un atto amministrativo espressione di potere regolamentare, il regolamento emittenti emanato da Borsa Italiana per le società ammesse all'AIM Italia ha natura meramente privatistica: lo stesso Collegio dei Probiviri di Borsa Italiana per l'AIM, in una decisione del 30 settembre 2010 (pubblicata in *Riv. dir. soc.*, 2013, 304 ss.) ha affermato che il rapporto fra Borsa Italiana e gli emittenti è di tipo privatistico.

³²⁶ Oramai, a parte rari casi, la dottrina è concorde nel ritenere che il rapporto fra società di gestione ed emittente di strumenti finanziari debba essere considerato come avente natura meramente contrattuale: *ex multis*, si vedano F. VELLA-V. CORRENTE, *La quotazione nei mercati e la negoziazione sui sistemi*, in *Il testo unico finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, 1045 e 1047, ove vengono ricostruiti secondo caratteri contrattuali le fasi del procedimento di ammissione alle negoziazioni; R. COSTI-S. GILOTTA, *Il mercato mobiliare*¹², Torino, 2020; M. VENTORUZZO, *Natura giuridica e disciplina del rapporto tra società di gestione dei mercati regolamentati e intermediari ammessi all'attività di negoziazione: considerazioni a margine di un caso di "cancellazione" di contratti conclusi tra operatori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, II, 719; R. COSTI-L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Padova, Cedam, 2004, 472; M. DE MARI, *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo*, Torino, 2004, 15; L.A. BIANCHI, *Privatizzazione dei mercati borsistici, IPO e tutela del risparmio: appunti per una discussione*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2002, 73 ss.; N. DE LUCA, *Poteri delle società di gestione del mercato e poteri della Consob: la natura degli atti della società di gestione*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2000, 81 ss. Per una ricostruzione in termini privatistici del rapporto fra società di gestione ed emittenti anche prima dell'emanazione del t.u.f. si vedano R. COSTI, *Società mercato e informazione societaria*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 31; A. GALANTI, *Norme sulle autorità indipendenti e regolamento del mercato: alcune riflessioni*, in *Quaderni della Banca d'Italia*, 1996, n. 41, 28.

Propendono invece per una ricostruzione in parte privatistica ed in parte amministrativistica (secondo la forma dell'esercizio privato di pubbliche funzioni) dell'attività della società di gestione del mercato (specialmente per quanto riguarda le decisioni di ammissione, sospensione ed esclusione degli strumenti finanziari dalle negoziazioni) D.I. PACE, *Ammissione sospensione esclusione dai mercati regolamentati. Poteri della Consob e delle società di gestione dei mercati*, Milano, 2012, 187 ss.; M. NOTARI, *Contratto e regolamentazione nella quotazione in borsa*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 493 ss.

clausole organizzative al fine di rendere vincolanti per gli emittenti determinati assetti di *governance*. Bisogna tuttavia specificare che, avendo una “copertura” normativa incerta, le clausole del regolamento del mercato e le disposizioni statutarie non potranno in alcun modo porsi in contrasto con il dettato normativo e le disposizioni comuni di diritto societario. Mentre infatti i regolamenti europei ed il t.u.f. prevedono che il regolamento del mercato *debba* imporre il rispetto di determinati requisiti affinché il sistema multilaterale sia registrato come mercato di crescita, il canone dell’appropriatezza non indica elementi e criteri precisi, che rimangono sotto il controllo dell’autorità di vigilanza che rilascia il provvedimento di registrazione del mercato di crescita.

Oltre all’analisi di disposizioni specifiche dettate dal regolamento del mercato³²⁷, l’altra questione di particolare rilevanza consiste nell’individuare quale sia l’esatto rapporto fra la normativa dettata per le società quotate su di un mercato regolamentato e quella applicabile agli emittenti con strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni sui mercati di crescita. Proprio perché questo investe in maniera complessiva la disciplina delle società che ci occupano ed è strettamente connesso all’architettura dei mercati di crescita, mentre non dipende dal regolamento del mercato, esso sarà affrontato in via prioritaria.

L’analisi in questo capitolo si concentrerà solamente sulla disciplina degli emittenti azioni negoziate sui mercati di crescita e non strumenti finanziari non di capitale per diverse ragioni. In primo luogo, il regolamento del mercato rappresenta il luogo prediletto per la previsione delle regole specifiche di diritto societario. Poiché allo stato l’unico mercato di crescita presente in Italia (l’AIM Italia) prevede che possano essere ammesse alla negoziazione solo azioni, mancherebbe l’elemento principale dell’analisi riguardo alle obbligazioni. In secondo luogo, come è già stato ricostruito, uno dei principi su cui si regge la disciplina dei mercati di crescita è che la normativa non può essere più onerosa rispetto a quella prevista per gli emittenti ammessi sui mercati regolamentati: poiché il regime normativo speciale per le società quotate previsto dal t.u.f. non concerne gli emittenti che

³²⁷ Inoltre, il particolare regime dell’o.p.a. obbligatoria previsto dal regolamento del mercato dell’AIM Italia sarà esaminato, in ragione della sua rilevanza e complessità, in un capitolo separato.

abbiano solo titoli di debito negoziati su mercati regolamentati, ne consegue che, anche qualora un mercato di crescita preveda l'ammissione alle negoziazioni di obbligazioni, probabilmente non potranno essere imposti all'emittente particolari strutture di *governance*.

3.2. Il rapporto con le società quotate sui mercati regolamentati

La prima domanda a cui è necessario rispondere per approcciare la disciplina delle società ammesse sui mercati di crescita è se, ed eventualmente quali, disposizioni previste per le società quotate sui mercati regolamentati possano essere applicate analogicamente, in virtù delle caratteristiche condivise dagli emittenti. Infatti, sia il codice che il t.u.f. riservano l'applicazione di determinate disposizioni, che derogano o ampliano la disciplina prevista per la società per azioni "ordinaria"³²⁸, alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio o che siano quotate in mercati regolamentati³²⁹, e non si servono dunque del concetto di azioni ammesse ad una sede di negoziazione, che ricomprenderebbe le azioni negoziate su di un mercato di crescita.

L'art. 2325-*bis* dispone che la categoria delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio ricomprenda sia le società con azioni quotate in

³²⁸ Bisogna notare che le disposizioni dettate per le società quotate sui mercati regolamentati hanno avuto nel tempo una *vis* espansiva ed alcune norme dettate in origine per le sole società quotate su di un mercato regolamentato sono state estese anche alle s.p.a. non quotate, M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Il testo unico finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, 1255.; P. MONTALENTI, *La società quotata*, Padova, 2004, 63. Definisce quelli dedicati alle s.p.a. quotate come «principi e norme a contaminazione diffusa e conseguentemente inserite nel tessuto codicistico dalla regolamentazione azionaria comune» G. COTTINO, *Dal "vecchio" al "nuovo" diritto azionario: con qualche avviso ai naviganti*, in *Società per azioni. Costituzione e finanziamento*, a cura di G. Cottino e M. Sarale, Torino, 2013, 43.

³²⁹ Ritiene che l'esistenza di un mercato secondario sia l'elemento chiave per comprendere i problemi delle società quotate e la loro disciplina M. MAUGERI, nt. 328, 1228 ss. L'Autore afferma inoltre che l'obiettivo di contenere i costi di agenzia legati alla dispersione della proprietà azionaria sia il comune denominatore delle norme, *ibidem* 1258. Anche Notari individua nella negoziazione delle azioni sul mercato secondario il tratto caratterizzante delle s.p.a. quotate: «quel dato caratterizzante delle S.p.A. quotate, che appunto è costituito non già dall'offerta al pubblico delle azioni (mercato primario), bensì dalla loro negoziazione in un mercato (secondario) regolamentato.», M. NOTARI, *Analisi de iure condendo delle varianti organizzative delle s.r.l. (start up innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive*, in *Osservatorio dir. civ. comm.*, 2019, 262.

mercati regolamentati che quelle con azioni diffuse fra il pubblico in maniera rilevante.³³⁰ Peraltro, oltre a disposizioni previste per la categoria generale (società che fanno ricorso al mercato di capitale di rischio), il codice detta altresì alcune disposizioni la cui applicazione è espressamente limitata alle sole società con azioni quotate. In ogni caso, è evidente che le società le cui azioni sono ammesse alle

³³⁰ La definizione di emittenti con azioni diffuse fra il pubblico in maniera rilevante è contenuta nel regolamento emittenti Consob all'art. 2-bis e prevede due elementi chiave e cioè che (i) le azioni siano detenute da un elevato numero di azionisti e che (ii) le stesse siano state offerte al pubblico oppure siano o siano state negoziate in un sistema multilaterale di negoziazione. L'art. 2-bis del regolamento emittenti Consob recita: «1. Sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani i quali, contestualmente:

a) abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%;

b) superino due dei tre limiti indicati dall'articolo 2435-bis, primo comma, del codice civile.

2. I limiti quantitativi di cui al comma precedente si considerano superati soltanto se le azioni alternativamente:

- nei ventiquattro mesi antecedenti la data di superamento dei limiti di cui al comma 1, abbiano costituito oggetto di un'offerta al pubblico di sottoscrizione o vendita o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio, divenuta efficace, a prescindere dal numero di adesioni, per la quale sia stato pubblicato il prospetto di offerta ai sensi dell'articolo 94 del Testo unico o altro documento previsto dall'articolo 34-ter, comma 1, o 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);

- in presenza delle condizioni stabilite nel comma 1, costituiscano oggetto di un'offerta al pubblico di sottoscrizione o vendita o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio, che divenga efficace, a prescindere dal numero di adesioni, per la quale sia stato pubblicato il prospetto di offerta ai sensi dell'articolo 94 del Testo unico o altro documento previsto dall'articolo 34-ter, comma 1, o 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);

- siano o siano state negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione con il consenso dell'emittente o del socio di controllo ovvero siano state ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati e successivamente siano state oggetto di revoca;

- siano emesse da banche e siano acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze.

3. 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, ovvero il cui oggetto sociale prevede esclusivamente lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale o volte al godimento da parte dei soci di un bene o di un servizio.

3-bis. Non si considerano emittenti diffusi, anche in deroga all'articolo 108, comma 1:

a) gli emittenti in amministrazione straordinaria, dalla data di emanazione del decreto che dispone la cessazione dell'attività di impresa;

b) gli emittenti in concordato preventivo liquidatorio, o in continuità indiretta, dalla data di omologazione da parte dell'autorità giudiziaria;

c) gli emittenti nei cui confronti è dichiarato il fallimento o posti in liquidazione coatta a norma del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, o delle leggi speciali;

d) gli emittenti nei cui confronti è stata disposta la totale riduzione delle azioni o del valore delle obbligazioni dalla data di pubblicazione del provvedimento di cui all'articolo 32, comma 3, del decreto legislativo 16 novembre 2015, n. 180.

4. Sono emittenti obbligazioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani di obbligazioni, anche relative a diverse emissioni in corso, di valore nominale complessivamente non inferiore a 5 milioni di euro e con un numero di obbligazionisti superiore a cinquecento».

negoziazioni sui mercati di crescita sicuramente non fanno parte delle società quotate³³¹, mentre rientreranno nella più ampia *species* delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio solo qualora le loro azioni siano diffuse fra il pubblico in maniera rilevante. Come può evincersi dalla consultazione e dal confronto fra l'elenco delle società con azioni diffuse fra il pubblico in maniera rilevante³³² e quello delle società ammesse all'AIM Italia, non sono numerose le società ammesse all'AIM che facciano altresì ricorso al mercato dei capitali di rischio, ai sensi dell'art. 2325-*bis* c.c.

Allo stesso modo, le società i cui titoli siano ammessi alla negoziazione su di un mercato di crescita non rientrano nell'ambito di applicazione delle disposizioni specifiche di diritto societario previste dal t.u.f. per gli emittenti, che si applicano, salvo che sia diversamente specificato, esclusivamente «alle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea (società con azioni quotate)».³³³

Sussistono invece pochi casi in cui le società con azioni ammesse alla negoziazione su di un mercato regolamentato sono assimilate a quelle con azioni ammesse su di un sistema multilaterale.³³⁴ Il primo è costituito dall'art. 132 t.u.f., relativo all'acquisto delle azioni proprie.³³⁵ In particolare, la disposizione prevede che debba essere rispettata la parità di trattamento nelle operazioni di acquisto delle

³³¹ Come definite dall'art. 2325-*bis* c.c.

³³² L'elenco delle società che sono emittenti di azioni diffuse fra il pubblico in maniera rilevante è disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/web/area-pubblica/elenco-emittenti-titoli-diffusi>.

³³³ Art. 119 t.u.f.

³³⁴ L'ambito di applicazione dell'art. 132 t.u.f. dunque trascende i limiti dei mercati di crescita per le PMI e si estende a tutte le società con azioni negoziate su di un sistema multilaterale di negoziazione.

³³⁵ La disposizione concerne sia il caso in cui le azioni della società quotata siano acquistate dalla società stessa, sia dalla società controllata.

azioni proprie³³⁶ e che la Consob debba integrare la disciplina con regolamento³³⁷, prevedendo poi un'eccezione nel caso in cui le azioni siano sottoscritte o assegnate ai sensi dell'art. 2349 c.c.³³⁸ o 2441, comma ottavo c.c.³³⁹, oppure nel contesto di un piano di compenso approvato ai sensi dell'art. 114-*bis* t.u.f. Il t.u.f. estende tale disciplina – e quindi anche quella specifica di cui al regolamento emittenti Consob – anche «agli acquisti di azioni proprie effettuati da emittenti che hanno richiesto o autorizzato la negoziazione di azioni di propria emissione su un sistema multilaterale di negoziazione italiano, o da società controllate».³⁴⁰ Poiché la negoziazione su di un mercato di crescita presuppone la richiesta dell'emittente a causa delle obbligazioni a cui l'emittente ed i suoi soci saranno sottoposti³⁴¹, oppure il suo consenso qualora un emittente sia già quotato su di un altro mercato di crescita³⁴², la parità di trattamento nell'acquisto delle azioni proprie si applicherà sempre in relazione alle azioni negoziate in questi mercati. Per quanto riguarda il caso specifico dell'AIM Italia, inoltre, tale disposizione è ribadita anche nel regolamento emittenti AIM che richiede il rispetto della parità di trattamento nel

³³⁶ In generale, sull'art. 132 t.u.f. si vedano: R. GHETTI, *Art. 132*, in *Commentario t.u.f.*, a cura di F. Vella, Torino, 2012, 1434 ss.; M. VENTORUZZO, *Art. 132*, in *La disciplina delle società quotate nel Tuf. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1993, n. 58*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, 1185 ss.; G. CIRA, *Le modalità di acquisto di azioni proprie da parte di società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 729 ss. La disposizione di cui all'art. 132 t.u.f. è espressione del principio di parità di trattamento di cui all'art. 92 t.u.f. su cui si vedano F.M. MUCCIARELLI, *Art. 92*, in *Commentario t.u.f.*, a cura di F. Vella, Torino, 2012, 867 ss.; F.M. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, 180 ss.

³³⁷ La Consob ha specificato tali modalità agli artt. 144-*bis* ss. reg. emittenti Consob.

³³⁸ Relativo all'assegnazione di utili ai prestatori di lavoro mediante l'emissione di categorie speciali di azioni.

³³⁹ Relativo all'esclusione del diritto di opzione nel caso in cui le azioni di nuova emissione vengano offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società.

³⁴⁰ Art. 132, comma 3-*bis* t.u.f.

³⁴¹ La situazione è speculare a quanto si verifica nel caso dei mercati regolamentati, ove la prima ammissione alla negoziazione richiede sempre l'iniziativa dell'emittente, M. MAUGERI, nt. 329, 1246. Come sottolinea anche Pace è la disciplina degli emittenti, piuttosto che la disciplina dei mercati, a rendere necessario il consenso dell'emittente per la prima ammissione alle negoziazioni su di un mercato regolamentato, D. I. PACE, nt. 326, 132-33.

³⁴² L'art. 69, comma quinto t.u.f. prevede infatti che uno strumento finanziario già ammesso alla negoziazione su di un mercato di crescita possa essere ammesso (non su iniziativa dell'emittente) alla negoziazione su di un altro mercato solo qualora l'emittente sia stato previamente informato e non abbia sollevato obiezioni. Al contrario, i valori mobiliari di un emittente già quotato su di un mercato regolamentato possono essere negoziati senza il consenso dell'emittente anche su altri mercati regolamentati (i quali devono informare l'emittente, ai sensi dell'art. 66, comma 5 t.u.f.) oppure su sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione (ai sensi dell'art. 66, comma 6 t.u.f.).

caso di acquisto di azioni proprie³⁴³ e che impone doveri più generali di informativa e di coordinamento con Borsa Italiana nei casi di operazioni sul proprio capitale.³⁴⁴

Il secondo caso, di recentissima introduzione³⁴⁵, riguarda gli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione³⁴⁶. Secondo la formulazione *ante* d.l. semplificazioni³⁴⁷ dell'art. 2441 c.c., è possibile effettuare aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione in casi tassativi: (i) l'interesse della società lo esige, (ii) azioni che secondo la deliberazione di aumento devono essere liberate mediante conferimenti in natura, (iii) azioni offerte in sottoscrizione ai dipendenti e (iv) per le società quotate sui mercati regolamentati, nei limiti del 10% del capitale preesistente, purchè il prezzo di emissione delle azioni corrisponda al loro valore di mercato e ciò sia confermato da un revisore legale. La nuova formulazione dell'art. 2441 c.c. prevede ora che anche le società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione possano procedere ad aumentare il capitale sociale, nei limiti del 10%³⁴⁸, con esclusione del diritto di opzione.³⁴⁹

Le società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione sono assimilate a quelle quotate in mercati regolamentati anche in materia di vendita dei diritti di opzione non esercitati dai soci. Gli amministratori dovranno infatti offrire i diritti di opzione non esercitati sul sistema multilaterale di negoziazione per almeno due sedute.³⁵⁰

³⁴³ Art. 25-*bis* reg. emittenti AIM. L'art. 25-*bis* delle linee guida del reg. emittenti AIM ribadisce altresì le medesime esenzioni dall'applicazione della parità di trattamento dell'art. 132 t.u.f.

³⁴⁴ Tali doveri sono specificati in dettaglio nel regolamento sulle procedure per le operazioni sul capitale dell'AIM.

³⁴⁵ Tale disposizione è stata introdotta con il d.l. 16 luglio 2020, n. 76 (c.d. decreto crescita) e modificata dalla legge di conversione 11 settembre 2020, n. 120.

³⁴⁶ In generale, sulle modifiche alla disciplina degli aumenti di capitale e del diritto di opzione introdotte per fronteggiare l'emergenza covid si veda M.S. SPOLIDORO, *Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza*, in *Riv. soc.*, 2020, 406 ss.

³⁴⁷ D.l. 16 luglio 2020, n. 76.

³⁴⁸ Fra l'altro, la legge di conversione innalza in via temporanea (fino al 30 giugno 2021) al 20% del capitale preesistente il limite delle nuove azioni che possono essere emesse con esclusione del diritto di opzione e garantisce questa facoltà anche in assenza di una apposita clausola statutaria. Queste disposizioni hanno la dichiarata finalità di favorire gli aumenti di capitale delle società che si trovino in difficoltà a causa dell'epidemia dovuto al Covid-19 e non hanno quindi una rilevanza "sistemica".

³⁴⁹ Art. 2441, comma quarto c.c.

³⁵⁰ Art. 2441, comma terzo c.c.

Infine, alcune disposizioni del t.u.f. relative alla dematerializzazione dei titoli³⁵¹, alla certificazione dell'intermediario per l'esercizio del diritto di voto in assemblea³⁵², alla procedura per l'identificazione degli azionisti³⁵³ e alla *record date* per esercizio del diritto di voto e recesso³⁵⁴ si applicano anche alle società con azioni quotate sui sistemi multilaterali.³⁵⁵ Tali disposizioni, del resto, sono strettamente connesse alle esigenze derivanti dalla dematerializzazione dei titoli.

A parte questi casi, l'analisi delle disposizioni relative alle società che fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio e quotate su di un mercato regolamentato (come definite dal codice civile e t.u.f.) permette di affermare che le società le cui azioni sono ammesse alle negoziazioni in un mercato di crescita siano soggette alla disciplina ordinaria delle società per azioni, fatta salva la possibilità di inserire nello statuto – in via “autonoma” oppure secondo quanto richiesto dal regolamento del mercato – clausole che mimino, per quanto compatibile, disposizioni previste per le società quotate. Tuttavia, questa prima valutazione, apparentemente semplice e chiara, si scontra con la possibilità e, forse, opportunità, di applicare analogicamente, in virtù della somiglianza di alcune delle problematiche che le società ammesse sui mercati regolamentati presentano con quelle ammesse sui mercati di crescita, almeno brandelli della disciplina prevista per le società quotate.

La possibilità di applicare analogicamente disposizioni previste per le società quotate è sostanzialmente indifferente rispetto alla qualificazione come “tipo” della società per azioni quotata oppure no. È infatti prassi comune, sia della dottrina che anche della giurisprudenza, interpretare ed applicare analogicamente disposizioni previste per un tipo societario ad un altro: ne sono esempi recenti l'applicazione anche alla s.p.a. dell'art. 2467 c.c.³⁵⁶ previsto per i finanziamenti dei soci qualora

³⁵¹ Art. 83-*bis* t.u.f.

³⁵² Art. 83-*sexies* t.u.f.

³⁵³ Art. 83-*duodecies* t.u.f.

³⁵⁴ Art. 127-*bis* t.u.f.

³⁵⁵ Queste disposizioni sono elencate anche da A. TRISCORNIA, *Il “gioco dell’OPA” all’AIM*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, I, 802.

³⁵⁶ L'applicazione analogica dell'art. 2467 c.c. anche alle s.p.a. non eterodirette (giacché per quelle facenti parte di un gruppo la medesima disposizione è applicabile in virtù dell'art. 2497-*quinquies* c.c.) è stata affermata da Cass. Civ., Sez. I, 7 luglio 2015, n. 14056, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, II, 409 ss. con nota di R. CASPANI, *Postergazione dei finanziamenti dei soci e tipi sociali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, II, 411 ss. e con nota di D. BONACCORSI DI PATTI,

la s.p.a. preveda caratteri personalistici³⁵⁷; ne costituisce altresì un esempio l'applicazione – messa però in dubbio da recenti sentenze³⁵⁸ - dell'art. 2285 c.c. riguardo alla possibilità di recedere dalle società di capitali non solamente quando la società sia costituita a tempo indeterminato, ma anche quando la sua durata sia maggiore della durata media della vita dei soci.³⁵⁹ Se l'applicazione di disposizioni previste per un tipo ad un altro è consentita³⁶⁰, lo sarà, a maggior ragione, l'applicabilità di disposizioni previste per la s.p.a. quotata (che tipo non è) alle s.p.a. quotate su di un mercato di crescita che, pur non essendo formalmente un “modello”

Sull'applicazione analogica dell'art. 2467 c.c. alle società per azioni a base ristretta, in *Riv. dir. comm.*, 2016, II, 111 ss.; l'applicabilità dell'art. 2467 c.c. è stata ribadita anche da Cass. Civ., Sez. I, 20 giugno 2018, n. 16291, in *Banca dati Pluris*, ove si afferma che l'applicabilità dell'art. 2467 c.c. alle s.p.a. non deriva dall'esistenza di un principio generale transtipico, ma costituisce applicazione analogica della disposizione intesa a contrastare i fenomeni di sottocapitalizzazione nominale alle s.p.a. che presentano tratti comuni (personalistici) con le s.r.l., in particolare riguardo al potere di controllo dei soci. Sul tema si vedano anche i contributi di M. LUBRANO DI SCORPANELLO, *Postergazione legale per le obbligazioni?*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 510 ss.; N. BACCETTI, *Metodo tipologico e sottocapitalizzazione nominale nelle società per azioni indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 855 ss.

³⁵⁷ I caratteri personalistici sono identificati da Cass. Civ., Sez. I, 20 giugno 2018, n. 16291, in *Banca dati Pluris* nelle seguenti caratteristiche: «tale condizione, che certo può esser dedotta su base presuntiva in ragione delle ridotte dimensioni della società, si sostanzia in ultima analisi nell'essere i soci finanziatori della s.p.a. in posizione concreta simile a quelle dei soci finanziatori della s.r.l.

L'identità di posizione può pacificamente affermarsi tutte le volte che l'organizzazione della società finanziata consenta al socio di ottenere informazioni paragonabili a quelle di cui potrebbe disporre il socio di una s.r.l. ai sensi dell'art. 2476 cod. civ.; e dunque di informazioni idonee a far apprezzare l'esistenza (art. 2467, comma 2) dell'eccessivo squilibrio dell'indebitamento della società rispetto al patrimonio netto ovvero la situazione finanziaria tale da rendere ragionevole il ricorso al conferimento, in ragione delle quali è posta, per i finanziamenti dei soci, la regola di postergazione.

In questa prospettiva la condizione del socio che sia anche amministratore della società finanziata può essere considerata alla stregua di elemento fondante una presunzione assoluta di conoscenza della situazione finanziaria appena detta».

³⁵⁸ In particolare, si veda Trib. Milano, 28 giugno 2019, n. 6360, disponibile sul sito www.giurisprudenzadelleimprese.it, per quanto riguarda le s.r.l. e Trib. Milano, 19 giugno 2019, n. 5972 per quanto riguarda le s.p.a., disponibile sul sito www.giurisprudenzadelleimprese.it.

³⁵⁹ L'applicabilità dell'art. 2285 c.c. alle s.r.l. è stata affermata da Cass. Civ., Sez. I, 22 aprile 2013, n. 9962, in *Giur. comm.*, 2015, II, 802 ss., con nota di F. CIUSA, *Il recesso “ad nutum” in s.r.l. con durata determinata al 2100*, in *Giur. Comm.*, 2015, II, 804 ss.; Il tema è discusso altresì da M. STELLA RICHTER jr., *Il diritto di recesso, il controllo della logica della Cassazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 603 ss.; M. GATTI, *Sul recesso del socio da s.r.l. avente durata “eccessiva”*, in *Giur. comm.*, 2017, 607 ss.

³⁶⁰ Tale possibilità è data sostanzialmente per scontata anche da Montalenti e Benazzo ove si interrogano riguardo a quali disposizioni applicare in via analogica ai diversi modelli di s.r.l., dopo la frammentazione del tipo derivante dalle riforme degli ultimi anni: P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai “tipi” ai “modelli”*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 420 ss.; P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della “nuovissima” s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1441 ss.

di società differente rispetto alla s.p.a. “chiusa”, presentano comunque delle indubbie affinità rispetto a taluni tratti con le società quotate su di un mercato regolamentato.³⁶¹

Ciò chiarito, bisognerà indagare la possibilità di applicare analogicamente³⁶² alcune disposizioni dettate per le società quotate su di un mercato regolamentato anche alle società quotate su di un mercato di crescita, identificando quale sia il nucleo comune delle funzioni e degli effetti della quotazione su di un mercato regolamentato e su di un mercato di crescita ed individuando le disposizioni che possano rispondere ad esigenze di tutela comuni.³⁶³

Se si condividono queste premesse, l’evoluzione del ragionamento richiede di individuare quali siano le caratteristiche e le problematiche della società per azioni quotata che si ricollegano indissolubilmente ad una determinata disciplina.³⁶⁴ Il

³⁶¹ La letteratura sull’applicazione analogica delle disposizioni dettate in materia di s.p.a. alle s.r.l. ha trovato nuova linfa nell’attribuzione della possibilità per le s.r.l. di emettere categorie speciali di quote. Sul punto, oltre ai contributi di cui alla nota precedente, si vedano anche N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, I, 501 ss.; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., S.p.A.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 818 ss.

³⁶² Il prisma attraverso cui condurre questo tipo di indagine non può essere invece quello di identificare principi generali derivanti dalle disposizioni relative alle società quotate su di un mercato regolamentato che possano applicarsi transtipicamente – o comunque ai diversi modelli di s.p.a. – a tutte le società aperte sul mercato per una serie di ragioni. In primo luogo, perché il fatto della quotazione su di un mercato regolamentato (per la quotazione come fatto si veda P. SPADA, *Tipologia delle società e società per azioni quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, 219), e non tanto l’apertura al mercato di per sé, comporta l’applicabilità della disciplina specifica per le società quotate. In secondo luogo, nel processo di individuazione delle disposizioni applicabili è necessario non contraddire uno dei principali obiettivi della creazione dei mercati di crescita: creare un regime semplificato e meno oneroso per favorire la quotazione delle società.

³⁶³ Nell’individuare di quali disposizioni di diritto societario dettate per le s.p.a. possano essere estese alle s.r.l. aperte al mercato, Benazzo afferma che l’interpretazione analogica debba essere giustificata dalla «contiguità sistematica ed equivalenza funzionale, ossia in ragione di un’istanza di protezione di interessi generali e sovraordinati, rispetto alla posizione dei soci-imprenditori, che la disciplina codicistica della s.r.l. non è in grado in alcun modo di soddisfare», P. BENAZZO, nt. 360, 1468.

³⁶⁴ Se, utilizzando la terminologia di Maugeri, per comprendere la disciplina delle società quotate su di un mercato regolamentato, è necessario «evidenziare la *peculiarità dei problemi* che la negoziazione continuativa delle azioni su di un mercato regolamentato pone per il governo dell’emittente e sottolineare la conseguente *specificità delle soluzioni* che l’ordinamento è chiamato ad allestire» (corsivo nel testo, M. MAUGERI, nt. 328, 1234), l’operazione nel caso di specie è parzialmente differente. Si tratterà infatti di individuare non le disposizioni elaborate dal legislatore per rispondere a specifici problemi della società quotata in generale, ma solamente quelle disposizioni collegate indissolubilmente agli elementi comuni derivanti dalla quotazione della società su di un mercato regolamentato o di un mercato di crescita.

fatto che tali disposizioni non sono dettate per le s.p.a. non quotate³⁶⁵, mentre al tempo stesso il fatto della quotazione su di un mercato di crescita crea un problema assimilabile, ha l'effetto di creare una lacuna che può essere "riempita" tramite l'interpretazione analogica delle disposizioni dettate per le s.p.a. quotate. Detto in altri termini e capovolgendo l'ordine del discorso, si tratta di individuare quali problematiche poste dalle società con azioni quotate su di un mercato di crescita non trovino una soddisfacente risposta nella disciplina prevista per la società per azioni non quotata e richiedano l'applicazione analogica di disposizioni dettate per la società per azioni quotata su mercati regolamentati.³⁶⁶

Peraltro, l'operazione ermeneutica è complicata da due ulteriori fattori che bisogna necessariamente tenere in considerazione. Da un lato, il fatto che la ricostruzione della disciplina dell'emittente ammesso su di un mercato di crescita non può certamente contraddire le linee ispiratrici della creazione dei mercati di crescita. Il fatto che le società quotate su di un mercato di crescita siano soggette ad una disciplina meno onerosa rispetto a quelle quotate su di un mercato regolamentato è voluto: un regime differenziato, meno oneroso e più flessibile dovrebbe incentivare la quotazione delle PMI. In secondo luogo, il procedimento di registrazione di un mercato di crescita prevede espressamente che il mercato individui regole appropriate per l'ammissione degli strumenti finanziari e possa prevedere disposizioni aggiuntive per gli emittenti ammessi. La previsione di alcune regole di *governance*, che devono essere giudicate come appropriate dall'autorità di vigilanza³⁶⁷, come elemento distintivo e necessario del mercato di

³⁶⁵ La cui disciplina dovrebbe applicarsi alle società quotate su mercati regolamentati.

³⁶⁶ Tale impostazione è coerente anche con quella di chi evidenzia l'importanza dei "modelli societari" (rispetto ai "tipi") e la loro modularità e propone di valutare l'applicazione analogica delle disposizioni in base all'assetto della singola società, dopo aver individuato per i singoli modelli il nucleo di norme inderogabili da parte dell'autonomia privata, P. MONTALENTI, nt. 360, 444. In questo caso, si tratta di comprendere come la quotazione su di un mercato di crescita (sebbene, da un punto di vista formale, è discutibile che la società quotata su di un mercato di crescita sia un nuovo "modello" societario) richieda l'integrazione delle disposizioni in via analogica con quelle dettate per le s.p.a. quotate su di un mercato regolamentato (lo stesso Montalenti ritiene che possano essere applicate le disposizioni dettate per la s.p.a. quotata a quella non quotata, se richiamate nello statuto, mentre non si esprime in merito all'applicazione analogica delle disposizioni previste per le s.p.a. quotate alle s.p.a. che siano effettivamente "aperte al mercato", *Ibidem*, 445).

³⁶⁷ Tale valutazione risentirà inevitabilmente delle condizioni del mercato e degli specifici assetti proprietari tipici di una determinata economia.

crescita richiede all'interprete che intenda estendere analogicamente specifiche disposizioni particolare cautela, perché rischia non solo di alterare il bilanciamento insito negli obiettivi della disciplina, ma altresì di sopperire ad un potere che rientra nelle facoltà del gestore del mercato. Un potere, peraltro, il cui esercizio può essere sollecitato (*rectius*: richiesto, pena la mancata registrazione) dall'autorità di vigilanza.

3.3. Le caratteristiche qualificanti delle società quotate

Al fine di risolvere l'interrogativo che ci si è posti nel paragrafo precedente, ovvero se vi siano branche della disciplina delle società quotate sui mercati regolamentati che devono essere applicate alle società ammesse sui mercati di crescita, bisogna individuare quali siano le caratteristiche – direttamente derivanti dalla quotazione – a cui sono riconnesse specifiche disposizioni. A questa domanda è necessario rispondere identificando quali siano gli elementi *direttamente derivanti* dalla quotazione e quali siano le disposizioni che derivano da questi elementi che potrebbero essere applicate analogicamente.

Questi consistono, da un lato, nel fatto che si suppone che le azioni negoziate assumano un determinato livello di liquidità, e cioè che venga ad esistenza, grazie alla presenza di *dealer*, un mercato secondario in cui i titoli possano essere scambiati su base regolare. La liquidità del titolo non dipende esclusivamente dal fatto che lo stesso sia scambiato su di una sede di negoziazione, ma richiede che la liquidità stessa sia *costruita* tramite un'apposita architettura istituzionale. Infatti, l'assunto che la liquidità sarebbe una caratteristica inerente del mercato in quanto dipenderebbe dal libero aggiustamento della domanda e dell'offerta è spesso palesemente smentita dai fatti, ed è certamente irrealistica rispetto ai mercati di crescita. Tuttavia, il legislatore europeo, anche in virtù del fatto che la mancanza di liquidità è uno dei fattori che limitano lo sviluppo dei mercati di crescita, ha previsto che i mercati di crescita debbano richiedere una quota minima di flottante – necessaria affinché un titolo possa dirsi liquido – e che possano essere conclusi contratti di liquidità dagli emittenti ammessi alle negoziazioni.

Ne consegue che le disposizioni che presuppongono che le azioni siano liquide e che comunque attribuiscono una rilevanza al prezzo che si forma sul mercato secondario³⁶⁸ possano essere estese analogicamente alle società ammesse sui mercati di crescita. Fra queste hanno una particolare rilevanza le disposizioni relative al diritto di recesso, la cui casistica è stata ampliata notevolmente tramite la riforma del diritto societario del 2003. In particolare, come si approfondirà meglio in seguito, alcuni casi per l'esercizio del recesso trovano la propria *ratio* nel fatto che non esista un mercato secondario per le azioni della società ed il recesso non spetta ai soci delle società quotate ove tale mercato secondario esista. Sarà dunque necessario riflettere se la caratteristica della "liquidità", che fa parte del dna istituzionale dei mercati di crescita, giustifichi il fatto che le società i cui titoli siano ammessi alla negoziazione su di un mercato di crescita siano assimilate alle società quotate su di un mercato regolamentato a questo riguardo.

Come è stato accennato, oltre a fornire un mercato secondario in cui i titoli siano liquidi, funzione peraltro oramai svolta anche dalle altre sedi di negoziazione, i mercati regolamentati svolgono ancora la funzione di *listing*, e cioè vagliano che le società i cui titoli siano ammessi alla negoziazione rispettino determinati *standard* di *governance*, ritenuti (a torto o a ragione) pregevoli e vantaggiosi per gli interessi degli azionisti. Ne consegue che l'ammissione alle negoziazioni sul mercato regolamentato, poiché richiede il rispetto di requisiti aggiuntivi derivanti sia dal regolamento del mercato che dalla legislazione, oltre agli obblighi in materia di *disclosure*, comporta che la società si segnali come rispettosa di determinati *standard*. Tuttavia, le disposizioni che "tutelano" la funzione di *listing* svolta dal mercato, ed il supposto interesse generale degli azionisti al mantenimento della quotazione non solo perché garantisce liquidità al titolo, ma comporta altresì l'applicazione di un regime normativo differenziato, si limitano alle disposizioni che disciplinano il *delisting* della società. Non sono, all'evidenza, le disposizioni

³⁶⁸ Si badi che la rilevanza del prezzo che si forma sul mercato secondario non significa in alcun modo che sia attribuito e divenga rilevante, quanto meno da un punto di vista del diritto positivo, un diritto dell'azionista a vedere incrementato tale prezzo. Significa, solo ed esclusivamente, che certe disposizioni legislative hanno preso in considerazione il prezzo di mercato delle azioni al fine di determinare determinati diritti dell'azionista (per esempio, la valutazione delle azioni nel caso del diritto di recesso).

che si applicano alle società quotate stesse, che costituiscono appunto l'oggetto della funzione di *listing*, e non certo disposizioni a protezione del fatto che il mercato svolga tale funzione.

Come nel caso della liquidità delle azioni, il legislatore europeo ha disegnato i contorni dei mercati di crescita affinché gli stessi svolgano, in aggiunta rispetto a quanto previsto per i mercati regolamentati, una funzione di *listing*. Infatti, al fine di poter essere registrato come mercato di crescita, il sistema multilaterale deve necessariamente prevedere che gli emittenti le cui azioni vengano ammesse rispettino determinati requisiti in materia di informazione e di appropriatezza degli assetti di governo societario. Inoltre, la funzione di *listing* differenzia i mercati di crescita dai "semplici" sistemi multilaterali che non richiedono particolari criteri di ammissione agli emittenti, ma devono solamente assicurarsi che «siano accessibili al pubblico informazioni sufficienti per permettere ai loro clienti di emettere un giudizio in materia di investimenti, tenuto conto sia della categoria dei clienti che delle tipologie di strumenti negoziati».³⁶⁹

Ne consegue che, se le disposizioni relative alla revoca dalle negoziazioni sono da considerarsi strettamente connesse al fatto che l'ammissione alle negoziazioni comporta necessariamente una modifica dell'organizzazione del governo societario e dell'informazione disponibile al pubblico, oltre a rendere le azioni liquide, sarà necessario riflettere se e come le disposizioni relative alla revoca dell'ammissione alle negoziazioni possano essere applicate anche agli emittenti quotati sui mercati di crescita.

La tesi, inoltre, non risulta smentita dal fatto che alcune delle disposizioni in materia di *governance* sono applicabili alla società quotate su di un mercato di crescita nella misura in cui determinate clausole vengano inserite nello statuto, e che quindi, in assenza di una deliberazione dell'assemblea straordinaria, non potrebbero essere modificate dalla semplice revoca dalle negoziazioni.³⁷⁰ Infatti, tre ordini di ragioni propendono comunque a ritenere che la *ratio* sottesa alla

³⁶⁹ Art. 66, comma 3, lett. b) t.u.f.

³⁷⁰ Il regime legale che si applica alle società quotate, invece, dipende interamente dal *fatto* dell'essere quotate su di un mercato regolamentato, di modo che la revoca dell'ammissione alle negoziazioni comporta automaticamente che il regime giuridico cessi di applicarsi.

“protezione” dello *status* di società quotata possa applicarsi anche alle società ammesse ai mercati di crescita: in primo luogo, l’ammissione alla quotazione dovrebbe garantire anche la liquidità del titolo, e non esclusivamente il regime di *governance*. In secondo luogo, le clausole statutarie “obbligatorie” per l’ammissione alle negoziazioni spesso non sono autonome, ma effettuano ampi rimandi al regolamento del mercato.³⁷¹ Infine, l’ammissione alle negoziazioni comporta comunque che le clausole statutarie richieste dal mercato di crescita non possano essere modificate, pena la revoca dalle negoziazioni. Queste ragioni lasciano dunque propendere per il fatto che, nonostante il regime giuridico delle società ammesse ai mercati di crescita non dipenda dal solo fatto di essere ammesse alle negoziazioni, ma altresì da clausole statutarie, lo *status* di società quotata su di un mercato di crescita possa richiedere, almeno in teoria, di applicare le norme relative al *delisting* per le società quotate sui mercati regolamentati.

La risposta, invece, deve essere differente rispetto alle norme di diritto societario che concernono l’organizzazione interna delle società quotate, come la composizione degli organi sociali od il diritto di impugnare le delibere assembleari, per una serie di ragioni. La prima e più evidente è rappresentata dal fatto che possono essere previste differenti composizioni degli organi anche in via statutaria e tale composizione può essere richiesta sia dal regolamento del mercato, sia dal nomad, qualora la ritenga necessaria per rilasciare il giudizio di appropriatezza circa un emittente. In secondo luogo, le disposizioni relative all’organizzazione interna societaria concernono la distribuzione del potere fra vari gruppi e non derivano necessariamente dalle due caratteristiche che identificano i mercati di crescita, così come i mercati regolamentati, e cioè la funzione di liquidità sul mercato secondario e di garantire determinati *standard* rispetto agli emittenti che sono ammessi alle negoziazioni.

Infatti, le disposizioni relative alla distribuzione del potere – si pensi per esempio a quelle concernenti la composizione dell’organo amministrativo – sono state pensate tenendo in considerazione il contemporaneo investitore istituzionale,

³⁷¹ Per esempio, la disciplina dell’o.p.a. obbligatoria statutaria, analizzata nel capitolo quinto, effettua ampi rinvii al regolamento emittenti dell’AIM Italia.

diversificato o meno, e sono volte a favorire che lo stesso possa, di fatto, far sentire la propria voce riguardo alle scelte dell'alta amministrazione societaria. La ragione politica dell'adozione di queste norme risiedeva nell'intento di favorire lo sviluppo del mercato azionario sulla scorta della tesi che una maggiore protezione degli azionisti comporti un maggiore sviluppo dei mercati azionari. Sebbene la tesi si sia dimostrata infondata³⁷², questo non ha impedito che le disposizioni che incrementano il potere degli investitori istituzionali siano divenute la norma, e siano state addirittura rafforzate dopo la crisi finanziaria del 2007-2008, piuttosto che essere ripensate. Tuttavia, per quanto diffuse, queste disposizioni non derivano necessariamente dalle caratteristiche fondamentali dei mercati regolamentati, né sussistono particolari ragioni per poter ritenere che le stesse siano applicabili, in assenza di clausole statutarie, alle società ammesse sui mercati di crescita.

Infine, certamente non applicabili alle società ammesse sui mercati di crescita saranno le disposizioni relative alle relazioni finanziarie ed ai documenti contabili, in considerazione del fatto che in sede europea è stato espressamente deciso di non obbligare alla redazione dei documenti contabili secondo particolari canoni, proprio al fine di evitare gli ulteriori costi che questo comporterebbe per gli emittenti.

All'esito di questa discussione appaiono pertanto limitate le disposizioni relative alle società quotate la cui *ratio* sembra risiedere in caratteristiche strutturali che i mercati regolamentati ed i mercati di crescita condividono. Prima di procedere oltre sarà dunque necessario vagliare più approfonditamente se e come queste disposizioni possano essere applicate anche alle società quotate sui mercati di crescita.

3.3.1. Il recesso

La riforma del 2003 ha assegnato al diritto di recesso una posizione di primo piano: nel contesto dell'ampliamento dei margini di autonomia statutaria delle

³⁷² Cfr. nt. 680.

società³⁷³ e del rafforzamento dei poteri delle maggioranze e degli amministratori³⁷⁴, i soci di minoranza sono stati tutelati tramite la previsione di alcuni diritti di *voice* e di *exit*³⁷⁵. La tutela reale degli azionisti ha ceduto il passo rispetto ad una tutela indennitaria-obbligatoria³⁷⁶, che invece di impedire *tout-court* determinate decisioni assembleari le rende invece possibili, imponendo alla società³⁷⁷ di versare alla minoranza il prezzo per la decisione della maggioranza.³⁷⁸ Inoltre, mentre nel vigore della precedente disciplina il legislatore mirava soprattutto a tutelare i terzi che venivano in contatto con la società, dopo la riforma il diritto societario ha come obiettivo fondamentale di permettere agli azionisti di

³⁷³ Ampliare lo spazio riconosciuto all'autonomia statutaria è stato uno degli obiettivi di fondo della riforma del 2003, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 2: diritto delle società*⁸, Torino, Utet, 2012, 148.

³⁷⁴ P. MARCHETTI, *Il potere decisionale gestorio nella s.p.a.*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, Cedam, 2004, 470. La riforma ha ridotto gli spazi di tutela "reale" delle minoranze e ha enfatizzato gli strumenti di tutela "obbligatoria", D. GALLETTI, *Art. 2437*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, Cedam, 2005, 1477 s.

³⁷⁵ La celebre distinzione fra *exit* e *voice* quali strumenti per la riduzione dei costi di agenzia è stata formulata da A. HIRSCHMAN, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, Cambridge (Ma), Harvard University Press, 1970, *passim*. Ritiene che l'ampliamento del diritto di *exit* sia una conseguenza del rafforzamento del principio maggioritario V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 292 ss.; C. GRANELLI, *Il recesso nelle società di capitali alla luce della riforma societaria*, in *Società*, 2004, 148; M. CALLEGARI, *Art. 2437*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, II, Bologna, Zanichelli, 2004, 1409; G. MARASÀ, *Prime note sulle modifiche dell'atto costitutivo della s.p.a. nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 142.

³⁷⁶ È stato argomentato che la riforma abbia previsto un sistema di tutela di natura prevalentemente obbligatoria a favore degli azionisti di minoranza e che il diritto di recesso sia l'istituto che meglio rappresenti questa filosofia: G. ROSSI-A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, 6. Di tutela indennitaria discute R. SACCHI, *La tutela delle minoranze tra tutela indennitaria e rimedi demolitori*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, 253, sebbene affermi che, in relazione al diritto di recesso, non si possa parlare di tutela obbligatoria in senso proprio, sebbene il meccanismo di funzionamento sia tutto sommato simile, p. 236.

³⁷⁷ E quindi, in via riflessa, anche alla maggioranza degli azionisti che non esercita il recesso e continua a detenere le azioni.

³⁷⁸ Specifica che il recesso incide sul calcolo costi-benefici della maggioranza C. ANGELICI, *Sulla tutela delle minoranze azionarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 571.

organizzare al meglio e liberamente l'attività societaria³⁷⁹ al fine di permettere ai soci di ottenere la massimizzazione dell'investimento.³⁸⁰

In questo contesto, è stata ampliata la possibilità di modificare lo statuto tramite deliberazione dell'assemblea straordinaria³⁸¹, ma nel caso di alcune decisioni rilevanti potenzialmente idonee ad alterare le condizioni di rischio dell'investimento³⁸² ed a modificare la struttura organizzativa della società, i soci

³⁷⁹ G. PRESTI, *Le nuove ricette del diritto societario*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. Benazzo, S. Patriarca e G. Presti, Milano, Giuffrè, 2003, 6 s.; A. DACCÒ, "Diritti particolari" e recesso dalla s.r.l., Milano, Giuffrè, 2004, 10 ss. Lo stesso Report dell'*High Level Group of Company Experts* raccomandava: «dove i meccanismi previsti finora per proteggere gli azionisti ed i creditori sembrano essere ostacoli inadatti, essi dovrebbero essere sostituiti da meccanismi che siano almeno altrettanto – e preferibilmente più – efficaci, e meno invadenti», HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, 2002, 5, disponibile all'indirizzo www.europa.eu (traduzione mia).

³⁸⁰ Sostanzialmente, sarebbe avvenuto un passaggio da un diritto societario di matrice renana, ad uno dominato dall'impostazione anglosassone, R. SACCHI, nt. 376, 253.

³⁸¹ Il fatto che le modificazioni del contratto sociale possano essere assunte a maggioranza costituisce una eccezione rispetto ai principi comuni sui contratti: F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, XXIX, Padova, Cedam, 2004, 372. È stato affermato che il diritto di recesso è l'istituto nel quale «maggiormente confliggono momento contrattuale e momento organizzativo della società o, se vogliamo, in cui più fortemente si palesa l'incidenza del contratto sull'organizzazione»: G. GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato delle società per azioni*, 6*, a cura di G. E. Colombo e G. B. Portale, Torino, Utet, 1993, Utet, 137; G. TANTINI, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella società per azioni*, Milano, Cedam, 1973, 156.

³⁸² L. SALVATORE, *Il «nuovo» diritto di recesso nelle società di capitali*, in *Contr. impr.*, 2003, 629; C. CLEMENTE, *Art. 2437, in Codice Civile*⁹, a cura di P. Rescigno, Milano, Giuffrè, 2014, 5139. In tal senso, Cass. 8 novembre 2005, n. 21641; la Cassazione afferma anche che il recesso non è un accessorio del titolo azionario, ma un diritto del socio che nasce solo al verificarsi dei casi di recesso. Tuttavia, è oramai pacifico che il diritto di recesso possa essere esercitato anche solamente per parte delle azioni. Ciò lascia presumere che il recesso vada attribuito alla persona del socio in relazione ai singoli titoli azionari. È stato sostenuto che nel caso di proroga de termine della società e di introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione delle azioni il recesso parziale non possa essere esercitato: G.F. CAMPOBASSO, *La riforma delle società di capitali e delle cooperative*, Torino, Utet, 2003, 165. Un altro caso in cui il diritto di recesso non può essere esercitato parzialmente è previsto dall'art. 2497-*quater*, comma 1, lett. b) c.c., vedi G. B. FERRI, *Il recesso nella nuova disciplina delle società di capitali. Brevi considerazioni*, in *Riv. not.*, 2004, 918.

che non hanno concorso alla deliberazione³⁸³ hanno il diritto di recedere³⁸⁴. Secondo parte della dottrina dunque il recesso costituirebbe un rimedio compensativo del rafforzamento dei poteri della maggioranza³⁸⁵ e uno strumento di protezione dall'opportunità della maggioranza³⁸⁶.

Un'altra lettura, invece, mette in rilievo il fatto che il recesso costituisce anche uno strumento di organizzazione dei rapporti endosocietari³⁸⁷ in quanto tale diritto non spetta solamente in presenza di decisioni assembleari che modifichino (potenzialmente) le condizioni di rischio dell'investimento, ma anche in casi in cui si alteri la durata dell'investimento o la libertà di disinvestire.³⁸⁸ Per di più, le

³⁸³ Ritiene che gli astenuti possano esercitare il diritto di recesso e che il semplice dissenso nell'assemblea straordinaria (contestualmente ad un voto favorevole alla delibera in sede di assemblea speciale) dovrebbe essere sufficiente ad esercitare il diritto di recesso M. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2012, 40 ss. e anche M. VENTORUZZO, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1070 s.; *contra*, nel senso che il diritto di recesso spetti solamente al socio che sia stato dissenziente nei confronti della delibera che lo legittima sia nell'assemblea straordinaria che nell'assemblea speciale, vedi M. NOTARI, *Commento sub art. 131*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, Milano, Giuffrè, 1999, 1129; C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, Giuffrè, 2008, 187; P. MARCHETTI, *Commento all'art. 20 del d.l. Competitività (azioni a voto maggiorato, a voto plurimo ed altro)*, Relazione al Convegno del Consiglio Notarile di Milano, 22 settembre 2014, 10.

³⁸⁴ Le minoranze, nel caso di delibere modificative di particolare gravità, sono protette da maggioranze più elevate e dal riconoscimento del diritto di recesso dalla società, G.F. CAMPOBASSO, nt. 373, 508.

³⁸⁵ V. CALANDRA BUONAURA, nt. 375, 292; A. POMELLI, *I limiti statutarî al diritto di voto nelle società per azioni*, Bologna, Bonomo, 2008, 280; V. DI CATALDO, *Recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadesse e G. B. Portale, Vol. III, Torino, Utet, 2007, 228. In particolare, il diritto di recesso nel caso di modifica dei diritti di voto e di partecipazione sarebbe collegato «all'ampliamento dell'autonomia statutaria riguardo alla possibilità di creare varie categorie di azioni», P. BUTTURINI, *Le fattispecie legali di recesso introdotte dalla riforma delle società di capitali*, in *Contr. impr.*, 2008, 374; anche D. GALLETTI, nt. 374, 1509; F. CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi ed applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 495.

³⁸⁶ D. GALLETTI, nt. 374, 1480-4; M. LAMANDINI, *Tetti azionari a presidio statutario dell'OPA e diritto di recesso*, in *Società*, 2015, 11, 1277.

³⁸⁷ P. PISCITELLO, nt. 393, 689; V. DI CATALDO, nt. 385, 225. Ritiene che una *ratio* ispiratrice della riforma del recesso sia permettere alla società di negoziare con i finanziatori le condizioni di uscita L. DELLI PRISCOLI, *L'uscita volontaria del socio dalle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2005, 14.

³⁸⁸ Questi sarebbero i casi di proroga del termine della società, del recesso *ad nutum* nel caso di società contratta a tempo indeterminato, e di introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari. Tale distinzione è stata formulata da V. CALANDRA BUONAURA, nt. 375, 292 ss. Tuttavia le delibere assembleari riguardanti la durata dell'investimento e la possibilità o meno di disinvestire possono pregiudicare la posizione del socio di minoranza. Inoltre le cause di proroga del termine della società e l'introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione delle azioni sono cause di recesso eliminabili per via statutaria. Infine, si deve notare come la stessa presenza di

società che non fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio possono liberamente introdurre ulteriori cause di recesso per via statutaria³⁸⁹. Le deliberazioni o le situazioni giuridiche che possono dare luogo al recesso non sono un numero chiuso³⁹⁰, e possono esserne previste di ulteriori da parte dello statuto.

Di conseguenza, le cause legali di recesso previste dall'art. 2437 c.c. offrirebbero uno "strumento di tutela" alle minoranze³⁹¹, la cui utilità dovrebbe essere concepita principalmente all'interno della dialettica maggioranza-minoranza³⁹², che viene temperato con l'obiettivo di non distogliere eccessive risorse all'attività sociale e di non nuocere agli interessi dei creditori sociali tramite il complesso processo di liquidazione della partecipazione.³⁹³ Il recesso assolverebbe dunque alla funzione di *bargaining chip* fra maggioranza e minoranza non soltanto in relazione ai casi in cui la possibilità di recedere è collegata all'adozione di una determinata delibera, ma anche nel caso eventuale del recesso

vincoli alla circolazione delle azioni e, di conseguenza, la stabilità dell'azionariato, venga garantita tramite il diritto di recesso. In conclusione, la distinzione fra cause di recesso che spetterebbero per tutelare un diritto al disinvestimento e cause di recesso che tutelerebbero la posizione del socio di minoranza, garantendolo contro delibere assembleari potenzialmente pregiudizievoli nei suoi confronti, sembra essere meno netta di quanto possa apparire a prima vista.

³⁸⁹ L'introduzione di ulteriori cause di recesso può anche favorire il reperimento di finanziamenti da parte della società: L. DELLI PRISCOLI, nt. 387, 11; A. GAMBINO, *Il finanziamento dell'impresa sociale nella riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, 279; M. PORZIO, *Le società a responsabilità limitata e il mercato finanziario*, in *Riv. soc.*, 2004, 1186 s.; G. ALPA, *La riforma del diritto societario. Percorsi di lettura*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 220. Inoltre il recesso può abbassare per l'investitore i costi dell'immobilizzazione, C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*², Padova, Cedam, 2006, 87.

³⁹⁰ In particolare, per un'interpretazione estensiva della possibilità di introdurre per via statutaria ulteriori clausole di recesso, vedi C. GRANELLI, nt. 375, 862 ss. Al contrario, prima della riforma, si riteneva che il diritto di recesso fosse una deroga al principio maggioritario ed alla vincolatività delle delibere assembleari e che, di conseguenza, le cause legittime di recesso fossero solamente quelle previste espressamente dalla legge; vedi Cass. 28 ottobre 1980, n. 5790, in *Giur. Comm.*, 1981, II, 1736; App. Milano, 16 ottobre 2001, in *Società*, 2002, 449; G. L. PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. comm.*, 1967, 202; D. GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000, 259.

³⁹¹ Maggioranza e minoranza non sono concetti che devono essere riferiti alla quota di capitale detenuto, ma bensì al potere esercitabile in concreto in assemblea, vedi U. MORERA-M. SCIUTO, *Revoca dalla quotazione in borsa e diritto di recesso del socio*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 3, 116.

³⁹² U. MORERA-M. SCIUTO, nt. 391, 116. Dato che l'esercizio del recesso può imporre costi alla maggioranza, può essere un valido strumento di negoziazione, C. ANGELICI, nt. 389, 86. È stato autorevolmente osservato che alcune delle cause di recesso previste *ex lege* si collocano al di fuori della dialettica maggioranza/minoranza (per quanto riguarda le s.p.a., ci si riferisce soprattutto alla possibilità di recedere *ad nutum* nel caso di società costituite a tempo indeterminato): C. GRANELLI, nt. 375, 865.

³⁹³ P. PISCITELLO, *Recesso del socio*, in *Diritto commerciale*, a cura di Abriani, Milano, Giuffrè, 2011, 689; L. SALVATORE, nt. 382, 637 s.

ad nutum.³⁹⁴ Per di più, favorendo il disinvestimento, il recesso dovrebbe incentivare i soci all'investimento nel capitale di rischio, anche se ovviamente questo potrebbe disincentivare determinati creditori.³⁹⁵

La razionalizzazione del sistema del recesso all'interno della dialettica fra maggioranza e minoranza³⁹⁶ è più adeguata e coerente anche con il fatto che non è necessario, affinché venga riconosciuto il recesso, che la deliberazione assunta possa essere in concreto nociva e dannosa per il socio³⁹⁷. Anche nei casi in cui il recesso spetti inderogabilmente riguardo a particolari decisioni, l'effetto della disciplina del recesso è dunque quello di imporre un "prezzo" rispetto a determinate decisioni della maggioranza, in modo da creare un "mercato" interno alla società rispetto alla decisione. Ne conseguirebbe, pertanto, che la maggioranza adotterà una specifica decisione (sia *ex ante*, sia *ex post*, non avvalendosi della possibilità di revocare la decisione stessa) esclusivamente qualora ritenga che la stessa incrementi il "valore" della propria partecipazione in maniera sufficiente per compensare direttamente³⁹⁸, o indirettamente³⁹⁹, il socio che desidera recedere. Il meccanismo funziona allo stesso modo qualora vengano inserite ulteriori cause statutarie ed anche per il caso di recesso da società contratta a tempo indeterminato. In questo caso, infatti, tutti i soci sono sostanzialmente "autorizzati" a recedere in

³⁹⁴ C. ANGELICI, nt. 378, 571.

³⁹⁵ Peraltro, il rapporto fra recesso e concessione del credito, nella prassi soprattutto delle società "chiuse" deve necessariamente tenere in considerazione che i soci tendono (o sono obbligati) a fornire garanzie personali per i debiti della società, quanto meno ai creditori "forti" e quando la società non ha un ingente patrimonio. Ovviamente, la concessione di garanzie personali rende più difficoltoso l'esercizio del recesso da parte dei soci.

³⁹⁶ Il diritto di recesso infatti non costituisce solamente l'*extrema ratio* a cui può fare ricorso il socio di minoranza di fronte a decisioni che pregiudichino la sua partecipazione, A. ABU AWWAD, I "diritti di voto e di partecipazione" fra recesso ed assemblee speciali, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 322

³⁹⁷ Come è stato rilevato proprio in relazione all'art. 2437 c.c., comma 1, lettera g) non è necessario che la delibera rechi un pregiudizio al socio affinché spetti il diritto di recesso, vedi A. QUARANTA, *Art. 2437*, in *Codice Civile*³, a cura di G. Alpa e V. Mariconda, Milano, Wolters Kluwers Italia, 2013, II, 903; F. CHIAPPETTA, nt. 385, 496. Lo stesso art. 2437, comma 1, lett. a) prevede che, affinché spetti il diritto di recesso al socio dissenziente nel caso di modifica dell'oggetto sociale, tale modifica debba comportare un cambiamento significativo dell'attività della società, comportando uno snaturamento dell'attività e dello scopo sociale; non è tuttavia richiesto che la nuova attività possa arrecare un pregiudizio al socio dissenziente; Cass. 2 luglio 2007, n. 14963; F. GALGANO, nt. 381, 361.

³⁹⁸ Acquistando le azioni del socio recedente.

³⁹⁹ Qualora le azioni del socio non vengano acquistate dai soci o dai terzi e si dia pertanto luogo alla riduzione del capitale sociale.

qualunque momento, con la conseguenza che qualora i soci non recedenti ritengano che il “prezzo” imposto dal socio recedente sia troppo elevato per la continuazione dell’attività sociale essi decideranno di liquidare la società.

Per come è congegnato, peraltro, il meccanismo del recesso come mercato interno è disfunzionale, poiché non valuta come anche solo semplici ragioni di liquidità ostino al suo funzionamento ottimale. Per di più, la garanzia di un diritto al disinvestimento rischia di alterare la struttura finanziaria della società (qualora le azioni non vengano acquistate dagli altri soci), con trasferimento di rischi ai creditori della società ed in capo ai lavoratori. L’effetto del recesso è quindi certamente quello di garantire ai soci un’ottima occasione di disinvestimento⁴⁰⁰, a prescindere dal reale pregiudizio che essi possono soffrire ed a prescindere di solide evidenze che lo stesso incentivi l’investimento, con la possibilità di nuocere a lavoratori e creditori, nonché di sbilanciare l’equilibrio patrimoniale della società, riducendone la capitalizzazione.

Chiarito che il diritto di recesso deve essere letto come uno strumento di *governance* del rapporto fra azionisti di maggioranza e minoranza, bisogna domandarsi se tale strumento sia adeguato in un contesto in cui esiste un mercato secondario per le azioni, in cui l’investimento può essere, almeno in teoria, prontamente liquidato, nonostante il prezzo di liquidazione reagisca alle eventuali deliberazioni assembleari che lo hanno determinato.

Il fatto che le cause inderogabili di recesso si applichino indifferentemente anche alle società quotate e non, e quindi senza dubbio anche alle società quotate sui mercati di crescita, si giustifica appunto con il fatto che l’adozione di determinate deliberazioni⁴⁰¹ potrebbe influire negativamente sul prezzo delle azioni.⁴⁰² A fronte di questa eventualità la possibilità di cedere le azioni sul mercato

⁴⁰⁰ Si consideri inoltre che in un contesto di capitalismo familiare dove la detenzione di una determinata partecipazione societaria è importante sia dal punto di vista psicologico, che di *status* e sociologico, il recesso potrebbe essere uno strumento meno utile rispetto ad altri anche per il socio che potesse usufruirne.

⁴⁰¹ Le cause di recesso previste dall’art. 2437, comma primo c.c. presuppongono tutte una deliberazione assembleare.

⁴⁰² Sia perché gli investitori ritengono che la modifica statutaria possa contribuire a rendere la società meno profittevole, sia perché essi ritengano che questa possa aumentare i costi di agenzia.

secondario si rivela dunque come uno strumento inadeguato a fungere da alternativa al recesso, poiché gli azionisti di minoranza, che non hanno contribuito all'adozione della deliberazione, sopporterebbero in via esclusiva la riduzione del prezzo delle azioni che potrebbe verificarsi sul mercato nel momento della loro liquidazione.⁴⁰³

Considerazioni diverse valgono invece per le altre cause di recesso. L'art. 2437, comma secondo c.c. prevede che i soci possano recedere, con un preavviso di almeno centottanta giorni, dalle società costituite a tempo indeterminato che non siano quotate su di un mercato regolamentato. Da un punto di vista strettamente testuale, quindi, il diritto di recesso dovrebbe spettare ai soci di società quotata su di un mercato di crescita. Tuttavia, vista anche la cronologia dell'introduzione delle disposizioni⁴⁰⁴, è lecito pensare che il dato strettamente testuale non costituisca una specifica scelta di politica legislativa. Si pone dunque la domanda se, tenendo in considerazione la logica operativa del diritto di recesso, debba essere garantito il diritto di recesso nelle società quotate sui di un mercato di crescita costituite a tempo indeterminato. Il “diritto al disinvestimento”⁴⁰⁵ nel caso di società a tempo indeterminato è garantito sostanzialmente affinché il socio non soddisfatto della gestione societaria, oppure che intenda modificare la composizione del proprio portafoglio possa capitalizzare il “valore” della propria partecipazione. In questo caso l'esercizio del recesso non è strettamente collegato ad una specifica deliberazione della maggioranza, che potrebbe ripercuotersi sul prezzo di mercato

⁴⁰³ Ovviamente, anche gli azionisti che hanno contribuito all'adozione della deliberazione vedrebbero la riduzione del valore delle proprie azioni: tuttavia, qualora non intendano vendere (e tralasciando gli effetti che la svalutazione delle azioni può avere sulla struttura finanziaria della società), essi non dovrebbero “contabilizzare” immediatamente tale decremento.

⁴⁰⁴ La riforma del diritto societario che ha previsto tale causa di recesso è stata varata nel 2003, mentre la Mifid II, che ha previsto per la prima volta i mercati di crescita per le PMI, è stata approvata nel 2014.

⁴⁰⁵ La terminologia che vede nell'atto di acquisto delle azioni un atto di investimento e nell'atto di recesso un atto di disinvestimento rischia di sottintendere una corrispondenza fra le due azioni che potrebbe non essere vera, generando confusione. L'acquisto delle azioni, infatti, a meno che non sia svolto sul mercato primario, comporta sì un atto di investimento se guardato dal punto di vista del portafoglio dell'acquirente delle azioni, ma non contribuisce con nuove risorse all'attività sociale. L'esercizio del recesso può risolversi in un trasferimento delle azioni sul mercato secondario oppure comportare una riduzione reale del patrimonio sociale. Non sussiste pertanto una corrispondenza biunivoca fra “investimento” e “disinvestimento” nel contesto del recesso. In maniera ancora più rilevante, i termini investimento e disinvestimento sono corretti esclusivamente se considerati dal punto di vista del singolo socio, e non corrispondono ad un atto di investimento da parte della società.

delle azioni. Ne consegue che la possibilità di cedere le azioni sul mercato secondario può essere considerata come un equivalente funzionale⁴⁰⁶ dell'esercizio del diritto di recesso per le società costituite a tempo indeterminato, senza peraltro che questo abbia gli effetti negativi che potrebbero derivare dall'esercizio del recesso.

Poiché i mercati di crescita sono espressamente congegnati in modo da assicurare un determinato livello di liquidità delle azioni nel mercato secondario, è lecito concludere che non spetti, nel caso di società costituite a tempo indeterminato ed ammesse sui mercati di crescita, il diritto di recesso agli azionisti. Gli stessi possono infatti ottenere un effetto simile cedendo le azioni sul mercato secondario ed evitando le conseguenze pregiudizievoli per la società dell'esercizio del recesso stesso.⁴⁰⁷

Considerazioni analoghe valgono anche in relazione alla possibilità di prevedere ulteriori cause di recesso in via statutaria⁴⁰⁸, espressamente esclusa per tutte le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.⁴⁰⁹ In teoria, dunque, le società i cui titoli sono ammessi alle negoziazioni su di un mercato di crescita, ma non diffusi fra il pubblico in maniera rilevante⁴¹⁰, potrebbero inserire nello statuto ulteriori cause di recesso. Tali ulteriori cause di recesso, che potrebbero essere connesse all'adozione di specifiche deliberazioni oppure all'accadimento di fatti determinati, dovrebbero costituire uno strumento di *governance*. Di conseguenza, qualora le cause di recesso siano connesse a specifiche deliberazioni, la vendita sul mercato secondario, dal punto di vista del singolo socio non è equivalente all'esercizio del recesso, per le medesime ragioni

⁴⁰⁶ Poiché il diritto di recesso potrebbe essere esercitato anche dal socio di maggioranza, ovviamente liquidare una partecipazione di controllo avrebbe un impatto sul prezzo delle azioni stesse. Rimangono tuttavia dei dubbi riguardo alla legittimità dell'esercizio del recesso da parte del socio di maggioranza, che rischierebbe di comportare la liquidazione della società senza le maggioranze richieste per la liquidazione stessa e senza che gli altri soci possano evitare il rischio della liquidazione revocando la delibera che ha dato luogo al recesso, poiché in questo caso non viene adottata nessuna deliberazione.

⁴⁰⁷ V. CALANDRA BUONAURA, nt. 375, 300.

⁴⁰⁸ Come consentito dall'art. 2437, comma 3 c.c.

⁴⁰⁹ Non consentita, dunque, per gli emittenti quotati su di un mercato regolamentato e le società con azioni diffuse fra il pubblico in maniera rilevante.

⁴¹⁰ Nel caso dell'AIM Italia questo corrisponde a quanto avviene nella maggior parte dei casi.

descritte in precedenza rispetto alle cause di recesso inderogabili previste dal comma primo dell'art. 2437 c.c. Tuttavia, il legislatore ha escluso che i soci delle società con titoli che abbiano una certa liquidità possano avvalersi di questa possibilità, in considerazione dei rischi e delle difficoltà organizzative che il recesso comporta, oltre al fatto che le deliberazioni ritenute più importanti per l'organizzazione del governo societario sono comunque ricomprese fra le cause di recesso di cui al comma primo. Si noti inoltre che il *trading* delle azioni ha due conseguenze particolari che non necessariamente sono presenti nelle società chiuse. Da un lato, vi deve essere un flottante minimo distribuito fra un pubblico piuttosto vasto di azionisti che, almeno in teoria, dovrebbero vigilare rispetto all'adozione di delibere che avvantaggino esclusivamente la maggioranza a dispetto degli altri azionisti. In secondo luogo, deliberazioni che hanno l'effetto di ledere il "valore" della partecipazione sociale dovrebbero incidere negativamente sul prezzo delle azioni⁴¹¹, influenzando immediatamente anche il patrimonio dei soci di maggioranza in maniera molto più netta di quanto non avvenga nel caso di società le cui azioni non siano negoziate. Detto in altri termini, l'adozione di una delibera pregiudizievole per la minoranza inciderebbe in via diretta ed immediata anche sulla ricchezza della maggioranza, diminuendo il prezzo delle azioni. Di conseguenza, anche le esigenze che sottendono alla creazione di quella particolare dialettica che dovrebbe suscitare la possibilità di recedere risultano affievolite quando le azioni sono negoziate. Poiché sono previsti espliciti meccanismi per garantire un certo livello di liquidità per le azioni ammesse su di un mercato di crescita, le considerazioni esposte lasciano preferire l'interpretazione che esclude la possibilità di prevedere ulteriori cause di recesso in via statutaria per le società i cui titoli siano ammessi alla negoziazione sui mercati di crescita.

Infine bisogna discutere se gli emittenti quotati su di un mercato di crescita debbano essere parificati alle società quotate su di un mercato regolamentato ai sensi dell'art. 2497-*quater*, comma primo, lett. c) c.c. Tale articolo prevede che

⁴¹¹ Questo ovviamente non significa che il prezzo delle azioni rispecchi correttamente i *fundamentals*, oppure che quantifichi correttamente le prospettive reddituali delle società, ma semplicemente che il prezzo delle azioni generalmente reagisce alla diffusione dell'informazione.

spetti il diritto di recesso all'inizio o al termine dell'attività di direzione e coordinamento quando ne derivi un'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento e la società non sia quotata su di un mercato regolamentato e non sia proposta un'offerta pubblica di acquisto. Come ha correttamente rilevato la giurisprudenza⁴¹², tale causa di recesso non intende tutelare il socio di minoranza in ogni caso, ma solo ove lo stesso possa subire un pregiudizio dall'inizio o dal termine dell'attività di direzione e coordinamento, differenziandosi in questo modo dalle altre ipotesi previste dall'art. 2437 c.c. ove non è necessario che il socio subisca un pregiudizio. In questo senso, affinché sussista la possibilità di recedere è necessario che sia presente la condizione positiva del pregiudizio e non siano presenti le due condizioni ostative, alternative e non cumulative, della proposizione di un'offerta pubblica di acquisto⁴¹³ e della quotazione della società su di un mercato regolamentato. Bisogna dunque discutere se la semplice quotazione su di un mercato di crescita valga ad escludere *tout court* il recesso all'inizio o alla cessazione dell'attività di direzione e coordinamento.

Da un punto di vista pratico, quanto meno per l'AIM Italia, il quesito ha una rilevanza marginale per l'inizio dell'attività di direzione e coordinamento. Infatti, come si analizzerà in seguito⁴¹⁴, il regolamento del mercato prevede l'o.p.a. obbligatoria statutaria, con la conseguenza che si verificherà, nella maggior parte dei casi, l'altra condizione ostativa all'esercizio del recesso. In ogni caso, sussistono buone ragioni per escludere che spetti il recesso, in quanto l'ammissione alle negoziazioni dovrebbe comunque garantire la liquidità sufficiente ai titoli per assimilarli a quelli delle società quotate sui mercati regolamentati.

La seconda questione che si presenta inerente al diritto di recesso ed il suo rapporto con l'esistenza di un mercato secondario per le azioni riguarda il prezzo di liquidazione delle stesse. Infatti, ferma restando la possibilità di modificare i criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso, le modalità per determinare il prezzo

⁴¹² Trib. Milano, 21 luglio 2015, in *Giur. comm.*, 2016, II, 647 ss.

⁴¹³ Come ha chiarito la giurisprudenza, non è necessario che l'offerta pubblica di acquisto sia un'offerta pubblica ai sensi del t.u.f., ma solamente che sia garantita una possibilità di disinvestire ai soci di minoranza, Trib. Milano, 21 luglio 2015, in *Giur. comm.*, 2016, II, 647 ss.

⁴¹⁴ Cfr. cap. quinto.

di rimborso in caso di recesso sono differenti. Infatti, per la generalità delle società il valore di liquidazione delle azioni viene determinato tenendo conto della consistenza patrimoniale e delle prospettive reddituali della società, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni. Tali criteri sono cumulativi e non si escludono a vicenda. Inoltre, il criterio del valore di mercato delle azioni avrà un peso proporzionale all'esistenza ed alla liquidità del mercato stesso.⁴¹⁵ Per quanto riguarda le società quotate in mercati regolamentati, invece, il valore di liquidazione è calcolato in base alla media aritmetica dei prezzi di chiusura del titolo nei sei mesi precedenti la pubblicazione o la ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso.⁴¹⁶ Anche in questo caso lo statuto può prevedere criteri alternativi per il calcolo del prezzo di liquidazione, ma la media aritmetica dei prezzi di chiusura dei sei mesi precedenti costituisce il prezzo base (minimo) da riconoscersi agli azionisti che recedono.⁴¹⁷

Bisogna quindi domandarsi se, per le società ammesse ad un mercato di crescita, il prezzo di liquidazione debba determinarsi ai sensi del secondo oppure del terzo comma dell'art. 2437-ter c.c. Sembra opportuno assimilare la disciplina delle società quotate sui mercati di crescita a quella delle società quotate sui mercati regolamentati. Infatti, anche in questo caso l'elemento chiave è la liquidità delle azioni e l'esistenza di un mercato nel quale si formi il prezzo. In questo senso, l'utilizzo di una media aritmetica, piuttosto che di valutazioni elaborate per il caso specifico, facilita il calcolo del prezzo di esercizio del diritto di recesso. Questa interpretazione inoltre riduce il potenziale contenzioso riguardo alla determinazione del valore delle azioni in un contesto in cui vi possono essere numerosi azionisti. Il canone della media aritmetica riduce infatti in maniera decisa le valutazioni discrezionali che possono comportare l'insorgere del contenzioso.

⁴¹⁵ Lo statuto può modificare i criteri legali per stabilire il prezzo di liquidazione delle azioni, art. 2437-ter, comma quarto c.c.

⁴¹⁶ Art. 2437-ter, comma 3 c.c.

⁴¹⁷ Art. 2437-ter, comma 3 c.c.

3.3.2. Le decisioni circa il *listing* ed il *delisting*

Altra questione strettamente collegata a quelle che sono state definite come le caratteristiche fondamentali delle società quotate su di un mercato di crescita (liquidità e funzione segnaletica della quotazione) concerne la possibilità e, se del caso, la titolarità delle decisioni di *listing* e *delisting*. Per quanto riguarda le società quotate su di un mercato regolamentato, il fatto se spetti all'assemblea oppure al c.d.a. la decisione circa l'ammissione alle negoziazioni è estremamente dibattuto, per quanto la necessità di modificare lo statuto e (nella maggioranza dei casi) di effettuare un aumento del capitale sociale prima dell'ammissione alle negoziazioni rendano, di fatto, necessario ottenere l'assenso dell'assemblea straordinaria. Altro tema estremamente dibattuto, sia prima che dopo la riforma del 2003, concerne la possibilità o meno per le società ammesse su di un mercato regolamentato di procedere ad un *delisting* c.d. puro e, se del caso, quali tutele siano poste a garanzia dei soci dissenzienti.

Queste domande trovano una risposta solo parziale nella disciplina delle società quotate su di un mercato regolamentato e sarà necessario analizzare se questi brandelli di disciplina siano applicabili anche alle società ammesse sui mercati di crescita. Infatti, le disposizioni che concernono l'accesso e, soprattutto, "l'uscita" dalle negoziazioni dipendono strettamente da quale sia il ruolo, la funzione e le conseguenze della quotazione stessa. Come è stato osservato precedentemente⁴¹⁸, la quotazione su di un mercato di crescita condivide con la quotazione sui mercati regolamentati due funzioni fondamentali: da un lato, quella di imporre il rispetto di determinate regole organizzative e di trasparenza che garantiscano la "qualità" degli emittenti, dall'altro quella di fornire liquidità alle azioni.

La competenza a chiedere l'ammissione delle azioni su di un mercato di crescita non è espressamente regolamentata né dalla disciplina italiana⁴¹⁹, né da

⁴¹⁸ Cfr. par. 3.2.

⁴¹⁹ Notava già che né il t.u.f., né il codice civile, né il regolamento di borsa identificavano l'organo competente a deliberare sulla richiesta di ammissione degli strumenti finanziari su di un mercato regolamentato M. DE MARI, nt. 326, 62.

quella europea.⁴²⁰ Per di più, non possono venire in aiuto disposizioni dettate per le società quotate su di un mercato regolamentato, poiché sul punto anche quella disciplina nulla dice⁴²¹, mentre la competenza assembleare⁴²² o gestoria⁴²³ a deliberare sul punto è controversa in dottrina. Tuttavia, la decisione di quotarsi, anche se su un mercato di crescita, ha un'evidente valenza organizzativa che incide direttamente sulle modalità organizzative del rapporto sociale. Sebbene la quotazione incida ovviamente anche sulla gestione dell'attività sociale⁴²⁴, essa incide direttamente sui rapporti fra i soci stessi, oltre che sulle modalità di negoziazione delle azioni ed organizzative dell'attività sociale. La decisione di quotarsi, per quanto su di un mercato di crescita per le PMI, potrebbe essere considerata una “operazione di interesse primordiale”⁴²⁵ riguardo alla quale i soci

⁴²⁰ Non si rinvencono inoltre indicazioni sul punto nemmeno nei regolamenti dell'AIM Italia: il modello per la presentazione della domanda di ammissione dell'emittente si limita a richiedere di indicare la «data in cui è stata deliberata la presentazione della domanda di ammissione», senza specificare se la deliberazione debba essere del consiglio di amministrazione oppure dell'assemblea, ordinaria o straordinaria.

⁴²¹ Sulle ragioni per cui è necessaria la domanda degli emittenti per la prima ammissione alla negoziazione delle azioni su di un mercato regolamentato cfr. nt. 341.

⁴²² Tra coloro che propendono per la competenza assembleare, bisogna distinguere tra gli autori che affermano la competenza dell'assemblea straordinaria e quelli che invece affermano la competenza dell'assemblea ordinaria. Propendono per la competenza dell'assemblea ordinaria P. MONTALENTI, nt. 328, 60 e M. DE MARI, nt. 326, 71 ss., che differenzia la competenza dell'assemblea straordinaria a deliberare le modifiche statutarie richieste dal t.u.f. per la quotazione e la competenza dell'assemblea ordinaria a deliberare la quotazione. Si esprime per la competenza dell'assemblea altresì M. MAUGERI, nt. 328, 1233, che tuttavia non risolve la questione se la competenza spetti all'assemblea straordinaria oppure ordinaria. Propende per la competenza dell'assemblea straordinaria in base all'assunto che la quotazione comporti una trasformazione della società G. OPPO, *Sulla «tipicità» delle società quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, II, 492. Sostenevano che la quotazione dovesse essere deliberata dall'assemblea straordinaria anche prima dell'emanazione del t.u.f. R. WEIGMANN, *Società per azioni*, in *Digesto disc. Priv. Sez. comm.*, XIV, Torino, 1997, 416-17; S. FORTUNATO, *Ammissione delle azioni alla quotazione*, in *Riv. soc.*, 1978, 1093 ss.

⁴²³ Propendono per la competenza del c.d.a. a deliberare l'ammissione alla negoziazione delle azioni su di un mercato regolamentato F. VELLA-V. CORRENTE, nt. 326, 1061; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*¹⁰, Torino, 2020; P. ABBADESSA-A. MIRONI, *La competenza dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 322 ss.; M. NOTARI, *Art. 119*, in *La disciplina delle società quotate. Commentario*, a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, Milano, 1999, 758-59.

⁴²⁴ Basti pensare al fatto che uno dei principali vantaggi di cui godono le società quotate è la possibilità di poter utilizzare titoli di nuova emissione come “moneta” di scambio per acquisizione e consolidamento dell'attività. Basti altresì pensare a come il modello organizzativo, amministrativo e contabile dell'attività sociale muti per poter adempiere agli obblighi, anche di trasparenza, resi vincolanti dallo *status* di società quotata.

⁴²⁵ L'espressione è stata tradotta dal francese ed introdotta nel nostro ordinamento da P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, Giuffrè, 1975.

anche di s.p.a. hanno diritto di deliberare.⁴²⁶ Infatti, per quanto la quotazione di per sé non alteri né l'oggetto sociale, né le condizioni di rischio dell'investimento, essa altera in maniera fondamentale l'organizzazione della società e della gestione dell'attività d'impresa.

Sebbene queste considerazioni facciano propendere per la competenza dell'assemblea straordinaria a deliberare la domanda di ammissione alle negoziazioni delle azioni su di un mercato di crescita, il tema rischia di essere di fatto ozioso per due ragioni. In primo luogo, nella maggioranza dei casi l'ammissione alle negoziazioni è accompagnata da un aumento del capitale sociale che deve essere comunque deliberato dall'assemblea straordinaria. In secondo luogo, il t.u.f. ed il regolamento delegato (UE) 2017/575 di fatto richiedono che il regolamento del sistema multilaterale di negoziazione⁴²⁷ imponga specifici obblighi sull'emittente che si riversano anche in modifiche statutarie per la società.⁴²⁸

Mentre nulla dicono rispetto alla quotazione, il codice civile ed il t.u.f. dettano alcune disposizioni in materia di *delisting*. In particolare, a parte i casi di *delisting* dovuto a fusione oppure alla riduzione al di sotto del minimo del flottante, bisogna domandarsi se sia possibile per le società quotate su di un mercato di crescita procedere ad un *delisting* volontario, il c.d. *delisting* puro, valutando se possano applicarsi in via analogica le disposizioni previste per le società quotate su di un mercato regolamentato. Il *delisting* dal mercato di crescita inciderebbe infatti su

⁴²⁶ Ha recentemente aderito alla tesi delle competenze implicite dell'assemblea di s.p.a. in relazione agli interessi primordiali degli azionisti Trib. Roma, 1 aprile 2019, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, 765 ss.; in senso adesivo alle tesi sostenute dal Tribunale si veda G. B. PORTALE-N. DE LUCA, *Interessi primordiali degli azionisti e competenze dell'assemblea*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 1 ss. In senso parzialmente difforme sulle competenze dell'assemblea si veda anche M. SCIUTO, *Il ruolo dell'assemblea dei soci nel tipo s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 337 ss.; M. LIBERTINI-A. MIRONI-P. M. SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2016.

⁴²⁷ Affinché il sistema multilaterale possa essere registrato come mercato di crescita per le PMI.

⁴²⁸ Per essere quotato sull'AIM Italia, per esempio, l'emittente deve introdurre la clausola relativa all'o.p.a. obbligatoria, disposizioni riguardo la dichiarazione delle partecipazioni significative da parte dei soci, nonché prevedere maggioranza rafforzata per alcune deliberazioni e richiedere alcune autorizzazioni, ai sensi dell'art. 2365, comma primo, n. 5) c.c., da parte dall'assemblea per compiere determinate operazioni. L'introduzione di tutte queste modifiche statutarie – espressamente indirizzate alla quotazione sull'AIM Italia – comporta *de facto* la necessità che l'assemblea straordinaria approvi l'ammissione alla negoziazione delle azioni.

quei due elementi che sono stati identificati come cruciali e derivanti dalla quotazione: la liquidità e l'applicazione di un regime particolare circa la *governance* societaria.

L'art. 133 t.u.f. prevede la possibilità per le società italiane quotate sui mercati regolamentati di chiedere l'esclusione dalle negoziazioni dei titoli, purchè i titoli siano contestualmente quotati su di un altro mercato regolamentato italiano o dell'Unione Europea che offra una tutela equivalente agli investitori.⁴²⁹ Mentre l'art. 133 t.u.f. ha creato e continua a generare diversi problemi interpretativi, in particolare riguardo alla sua portata sistematica ed al suo rapporto con l'istituto del diritto di recesso per le deliberazioni che comportano l'esclusione dalle negoziazioni su di un mercato regolamentato⁴³⁰, l'introduzione dell'art. 2437-*quinquies* c.c. da parte della riforma del diritto societario del 2003 dovrebbe avere risolto definitivamente la questione circa l'ammissibilità del *delisting* puro.⁴³¹ In particolare, la previsione di una disposizione generale che garantisce il diritto di recesso per tutti gli azionisti che non abbiano concorso all'adozione della deliberazione che comporta l'esclusione dalle negoziazioni⁴³² permette di affermare la legittimità della delibera dell'assemblea straordinaria⁴³³ di *delisting* puro⁴³⁴, oltre

⁴²⁹ La Consob deve stabilire con regolamento i criteri per specificare il concetto di tutela equivalente. L'art. 144, comma secondo del regolamento emittenti della Consob si è limitato a prevedere che per le società ammesse nel mercato regolamentato di destinazione sia prevista la disciplina dell'o.p.a. obbligatoria o una disciplina considerata equivalente dalla Consob.

⁴³⁰ Sul punto, si veda R. GHETTI, *Art. 133*, in *Commentario tuf*, a cura di F. Vella, Torino, 2012, 1444.

⁴³¹ Non tutti gli Autori concordano però con questa ricostruzione, cfr. nt. 436. Come evidenziato da Ghetti, già prima dell'entrata in vigore del t.u.f., al fine di causare l'esclusione dalle negoziazioni venivano utilizzati o strumenti tipici di diritto societario (come la fusione per incorporazione con società non quotata) o strumenti di diritto dei mercati finanziari (come le offerte pubbliche di acquisto), R. GHETTI, nt. 430, 1444. Il t.u.f. aveva introdotto protezioni per gli azionisti in entrambi i casi, nelle forme dell'art. 131 e 108 t.u.f.

⁴³² E non solamente nel caso in cui l'esclusione dalle negoziazioni sia la conseguenza di una fusione o scissione, come prevedeva precedentemente l'art. 131 t.u.f.; il rapporto fra l'art. 2437-*quinquies* c.c. ed il "vecchio" art. 131 t.u.f. è discusso da M. NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 529.

⁴³³ Per un'analisi anche in termini comparatistici della competenza dell'assemblea in materia di *delisting* si veda G. B. PORTALE, *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso. Assemblea – amministrazione*, vol. 2, Torino, 2006, 5 ss.

⁴³⁴ R. GHETTI, nt. 430, 1445; M. NOTARI, nt. 432, 545; F. VELLA-V. CORRENTE, nt. 326, 1086; *Contra* M. MAUGERI, nt. 328, 1247.

che del *delisting* “indiretto” dovuto a fusione o scissione⁴³⁵, mentre consente di leggere l’art. 133 t.u.f. come un’eccezione⁴³⁶ alla possibilità di recedere per gli azionisti che non abbiano concorso alla deliberazione.⁴³⁷ Infatti, in caso di trasferimento su di un altro mercato regolamentato italiano o dell’Unione Europea, la società mantiene le due caratteristiche che derivano dalla quotazione (particolari regole organizzative e liquidità), che rendono superfluo il diritto di recesso. Ne consegue pertanto che non possono più sussistere dubbi riguardo alla legittimità del *delisting* puro e che peraltro, vista la previsione generale del recesso per i soci che non hanno concorso alla deliberazione, non sussistono neppure particolari ragioni per differenziare fra i casi di *delisting* “indiretto” (consentito) e *delisting* puro (vietato).⁴³⁸

Se queste sono le disposizioni che concernono il *delisting* delle società quotate sui mercati regolamentati, nessuna disposizione è esplicitamente dettata per il *delisting* da parte delle società ammesse sui mercati di crescita. In primo luogo, non

⁴³⁵ La legittimità del *delisting* “indiretto” era già riconosciuta anche prima della riforma del diritto societario del 2003, poiché l’art. 131 t.u.f. garantiva il diritto di recesso ai soci che non avevano concorso alla deliberazione. Per un commento sul vecchio art. 131 t.u.f. si vedano M. NOTARI, nt. 383, 1110 ss.; L. PISANI, *Art. 131*, in *Testo unico della finanza. Commentario*, vol. 2, a cura di G. F. Campobasso, Torino, 2002, 1083 ss.

⁴³⁶ Ritiene invece che la lettura del rapporto fra l’art. 133 t.u.f. e 2437-*quinquies* c.c. debba essere inversa rispetto a quanto qui proposto D. I. PACE, nt. 326, 141. In particolare, l’Autore ritiene che l’art. 2437-*quinquies* vada letto in continuità con l’abrogato art. 131 t.u.f. ed alla luce dell’art. 133 t.u.f. che sancisce la legittimità del solo “trasferimento” su di un altro mercato. In questo caso, la norma “generale” sarebbe quella dell’art. 133 t.u.f., mentre l’art. 2437-*quinquies* regolerebbe solo i casi in cui la perdita della quotazione costituisca una conseguenza indiretta di altre operazioni societarie. Tale interpretazione, tuttavia, non spiega compiutamente per quale ragione dovrebbe essere consentito un *delisting* derivante da fusione o scissione (con garanzia del diritto di recesso per i soci che non hanno concorso alla deliberazione), mentre non dovrebbe essere autorizzato lo stesso *delisting* deliberato dall’assemblea straordinaria. Ritiene altresì che l’art. 2437-*quinquies* c.c. non avrebbe introdotto surrettiziamente la possibilità del *delisting* puro, ma che sarebbe solamente espressione del principio già presente nel sistema ed incarnato dall’art. 131 t.u.f. M. DE MARI, nt. 326, 142; tale interpretazione tuttavia non tiene in debita considerazione l’evidente differenza fra il testo dell’abrogato art. 131 t.u.f. e dell’art. 2437-*quinquies*. Ritengono altresì che il *delisting* puro non sia ammissibile P. MARCHETTI, *Il ruolo dell’assemblea nel t.u. e nella corporate governance*, in *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, a cura di B. Libonati, Padova, 1999, 19 ss. e A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, Napoli, 2005, 61.

⁴³⁷ R. GHETTI, nt. 430, 1445; A. POMELLI, *Delisting di società quotata tra interesse dell’azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, 418.

⁴³⁸ Erano altresì favorevoli al *delisting* puro anche prima dell’introduzione dell’art. 2437-*quinquies* c.c. P. SPADA, nt. 362, 211 ss. e G. OPPO, nt. 422, 483 ss., che riteneva che il rimedio per i soci dissenzienti rispetto al *delisting* (assimilato alla trasformazione in base all’assunto che la società quotata costituisca un tipo di società) fosse il recesso.

pare si possa dubitare della possibilità per la società i cui titoli vengano ammessi alle negoziazioni su di un mercato di crescita di poter procedere al *delisting*, sia esso “puro” oppure conseguente ad un’operazione di fusione o derivante dall’acquisto di una partecipazione così elevata che non consente il mantenimento dei requisiti minimi di flottante. Si tratta dunque di analizzare se e quali tutele siano previste per i soci che non concorrano all’adozione della deliberazione che comporta il *delisting*. In particolare, bisogna valutare (i) quali siano le conseguenze del *delisting* puro oppure conseguente ad una fusione ed una scissione; (ii) quali siano le conseguenze del *delisting* con contemporanea quotazione su di un altro mercato di crescita oppure su di un mercato regolamentato.

Riguardo alla fattispecie *sub* (i) – cioè le conseguenze del *delisting* puro – si pongono due ordini di problemi: la competenza a deliberare il *delisting* e la spettanza o meno del diritto di recesso. Se la deliberazione competerà all’assemblea straordinaria nel caso di *delisting* conseguente alla fusione⁴³⁹, nulla è previsto per il *delisting* puro. Tuttavia, nonostante la tassatività delle competenze assembleari, visto che, come già sottolineato in precedenza, l’ammissione alla quotazione su di un mercato di crescita ha importantissimi riflessi sull’organizzazione sociale⁴⁴⁰ sembra ragionevole prevedere che la decisione di ritirare gli strumenti dalla quotazione debba essere presa dall’assemblea straordinaria. D’altra parte, quanto meno per l’AIM Italia, la questione è in parte superata da quanto previsto dal regolamento emittenti dell’AIM, ove è previsto che la revoca debba essere subordinata all’approvazione «di non meno del 90% degli azionisti riuniti in assemblea»⁴⁴¹. Le linee guida chiariscono poi che la soglia del 90% deve essere calcolata in base alla percentuale dei voti espressi e non degli strumenti finanziari posseduti.⁴⁴² Gli statuti delle società quotate sull’AIM hanno proceduto ad inserire negli statuti una clausola⁴⁴³ che richiede l’autorizzazione dell’assemblea con la

⁴³⁹ L’approvazione del progetto di fusione richiede infatti l’approvazione da parte dell’assemblea straordinaria.

⁴⁴⁰ Sostengono la tesi della competenza dell’assemblea straordinaria a deliberare il *delisting* puro per le società quotate su di un mercato regolamentato, F. VELLA-V. CORRENTE, nt. 326, 1086.

⁴⁴¹ Art. 41 regolamento emittenti AIM.

⁴⁴² Art. 41 linee guida regolamento emittenti AIM.

⁴⁴³ Ai sensi dell’art. 2364, comma primo, n. 5) c.c.

maggioranza necessaria per autorizzare la decisione di revoca.⁴⁴⁴ La previsione della clausola relativa alla revoca solleva tuttavia dubbi rispetto alla sua applicabilità nel caso in cui la revoca degli strumenti derivi da un'operazione di fusione o scissione: in questi casi sarà necessaria l'approvazione dell'assemblea straordinaria o della maggioranza del 90% degli strumenti che hanno espresso il proprio voto sul punto?⁴⁴⁵ Questo dubbio interpretativo è stato in parte risolto dalla modifica del regolamento implementata nell'estate 2020 e che diventerà effettiva quando le società approveranno le modifiche statutarie. Infatti, è ora specificato che il *quorum* del 90% si applichi a tutte le delibere che possano comportare, anche indirettamente, l'esclusione dalle negoziazioni degli strumenti finanziari, nonché alle delibere relative alla modifica della clausola statutaria stessa.⁴⁴⁶

Il secondo problema connesso a questi casi di *delisting* deriva dal fatto che l'art. 2437-*quinquies* prevede il diritto di recesso in caso di *delisting* solo qualora le azioni siano quotate in mercati regolamentati, con la conseguenza che il *delisting* dal mercato di crescita non comporterà, almeno formalmente, il diritto di recesso per i soci che non hanno partecipato all'adozione della deliberazione. Tuttavia, qualora si condividano le considerazioni svolte sinora, bisognerà ammettere che il diritto di recesso dovrà essere riconosciuto, in via analogica, anche nel caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni su di un mercato di crescita. La perdita della liquidità fornita al titolo, nonché la perdita dei presidi organizzativi che conseguono alla quotazione si verifica anche in questo caso e giustifica la concessione agli azionisti che non hanno concorso alla deliberazione di esercitare il diritto di recesso.

Il secondo problema che ci siamo posti riguarda il *delisting* dal mercato di crescita dovuto al "trasferimento" su di un altro mercato di crescita o su di un

⁴⁴⁴ Il medesimo art. 41 delle linee guida prevede inoltre due eccezioni alla necessaria autorizzazione dell'assemblea, che sono strettamente collegate alle domande che dobbiamo affrontare nelle prossime pagine e che saranno pertanto discusse in seguito.

⁴⁴⁵ E che pertanto potrebbe essere maggiore rispetto alla maggioranza richiesta per l'approvazione dell'operazione di fusione.

⁴⁴⁶ Discuteva la questione riguardo alla formulazione del regolamento emittenti AIM e la relativa clausola statutaria anteriore alle modifiche dell'estate 2020 M. STELLA RICHTER jr., *Parere in tema di delisting dall'AIM Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 106 ss.

mercato regolamentato. Ferma restando la sicura liceità di queste operazioni, è necessario discutere quale sia l'organo competente a deliberare il trasferimento e se spetti o meno il recesso ai soci che non abbiano concorso alla decisione.

Per quanto riguarda il trasferimento su di un mercato regolamentato, la legislazione europea in materia espressamente favorisce tale passaggio, tramite la possibilità di redigere un prospetto in forma semplificata al momento della quotazione sul mercato regolamentato.⁴⁴⁷ Per di più le ragioni che giustificano la concessione del recesso non paiono sussistere, né per quanto riguarda la liquidità, né per i presidi organizzativi. Mentre bisogna escludere che spetti il diritto di recesso ai soci che non abbiano concorso alla quotazione, il quesito circa la competenza a deliberare la quotazione sul mercato regolamentato si risolve nel quesito a deliberare tale decisione in generale. Per le ragioni evidenziate precedentemente, ed a prescindere dal fatto che spesso una deliberazione dei soci sarà necessaria per approvare l'aumento di capitale contestuale alla quotazione, sembra opportuno propendere per la tesi della competenza dell'assemblea straordinaria per tale decisione.

Peraltro, il regolamento emittenti AIM sembra prevedere che l'approvazione da parte del 90% dei possessori degli strumenti finanziari quotati sia necessaria anche quando il *delisting* si accompagni alla contemporanea quotazione su di un mercato regolamentato. Tuttavia, facendo leva anche sulla possibilità di applicare analogicamente l'art. 133 t.u.f., è possibile escludere che debbano applicarsi le disposizioni relative al *delisting* per il "trasferimento" sul mercato regolamentato, in quanto non sussistono in alcun modo le esigenze sottese alle maggioranze rafforzate previste per approvare il *delisting*.

Nessun richiamo si rinviene invece in materia di trasferimento da un mercato di crescita ad un altro. Mi pare che in questo caso si possa applicare analogicamente, almeno in parte, l'art. 133 t.u.f.: ferma la competenza dell'assemblea straordinaria ad assumere la decisione⁴⁴⁸, non sarà necessario garantire il diritto di recesso ai soci

⁴⁴⁷ Cfr. par. 4.2.4.

⁴⁴⁸ Anche in questo caso, sembrerebbe che il regolamento emittenti dell'AIM Italia richieda l'approvazione del 90% dei voti espressi, con la possibilità di Borsa Italiana di eliminare tale

che non abbiano concorso alla deliberazione. Sembra infine che il criterio di equivalenza della tutela degli investitori sul mercato regolamentato di destinazione, la cui sussistenza è necessaria perché possa applicarsi la disciplina dell'art. 133 t.u.f., sia sempre garantito nel contesto dei mercati di crescita. In primo luogo, perché l'unico elemento distintivo dell'equivalenza per la disciplina nazionale consiste nell'o.p.a. obbligatoria⁴⁴⁹, che non è espressamente prevista, in fonti di rango primario o secondario, per le società ammesse sui mercati di crescita.⁴⁵⁰ Sarebbe dunque impossibile individuare in che cosa consiste l'equivalente tutela degli investitori su diversi mercati di crescita. In secondo luogo, i sistemi multilaterali di negoziazione possono essere registrati come mercati di crescita nell'Unione Europea dalle singole autorità nazionali solamente ove rispettino i requisiti minimi stabiliti a livello europeo in maniera uniforme. In assenza di requisiti speciali a livello nazionale e vista l'uniformità dei requisiti europei, si può affermare che la protezione garantita agli investitori sui mercati di crescita deve sempre essere ritenuta equivalente e che, di conseguenza, nell'applicazione analogica dell'art. 133 t.u.f. al trasferimento di una società fra mercati di crescita, il requisito dell'equivalenza della tutela degli investitori possa di fatto essere espunto.

3.4. Il regolamento del mercato dell'AIM

La particolarità della *governance* delle società ammesse sui mercati di crescita non si limita alla potenziale applicazione di disposizioni previste per le società quotate su di un mercato regolamentato. Al contrario, il fatto che il regolamento del mercato debba prevedere criteri «appropriati» per l'ammissione alle negoziazioni degli strumenti finanziari è richiesto dal t.u.f. affinché il sistema multilaterale possa essere registrato come mercato di crescita.⁴⁵¹ Tuttavia, mentre il regolamento deve

requisito. Come per il trasferimento su di un mercato regolamentato, l'elemento chiave sarà l'esatta formulazione delle clausole statutarie da parte delle singole società.

⁴⁴⁹ Art. 144, comma secondo regolamento emittenti Consob.

⁴⁵⁰ La disciplina dell'o.p.a. obbligatoria si applica in parte a queste società solamente perché il regolamento emittenti dell'AIM Italia richiede l'introduzione di una specifica clausola statutaria.

⁴⁵¹ Art. 69, comma 2, lett. b) t.u.f.

evidentemente prevedere requisiti appropriati, è necessario che tali requisiti siano articolati in modo da vincolare tutti i soggetti rispetto ai quali, in teoria, dovrebbero essere applicabili. Infatti, il regolamento del mercato ha natura contrattuale e privatistica, vincolando pertanto solamente l'emittente i cui strumenti sono ammessi alle negoziazioni rispetto alla società di gestione. È quindi evidente che, qualora il regolamento preveda "disposizioni" di diritto societario (per esempio la necessaria approvazione da parte dell'assemblea di una specifica deliberazione), per poter rendere le stesse direttamente vincolanti rispetto ai soci sarà necessario che esse vengano richiamate nello statuto.

È necessario, per completare l'analisi del regime degli emittenti ammessi su di un mercato di crescita, indagare quali possano essere le modalità per il regolamento del mercato di rendere vincolanti determinati assetti organizzativi rispetto agli emittenti ammessi. Tale analisi verrà condotta prendendo come punto di riferimento le disposizioni del regolamento dell'AIM Italia, allo stato unico mercato di crescita registrato in Italia.

3.4.1. L'inserimento di clausole statutarie

La modalità più immediata al fine di vincolare non solo la società, ma soprattutto i soci e gli amministratori rispetto ad un determinato assetto organizzativo è richiedere che lo statuto della società preveda determinate clausole. In conformità a quanto richiesto dal regolamento, le società quotate sull'AIM hanno inserito negli statuti determinate clausole per rendere vincolante quanto disposto dallo stesso. D'altra parte, Borsa Italiana può rifiutare la domanda di ammissione dell'emittente qualora lo stesso non rispetti il regolamento⁴⁵² e, dunque, obbligare *de facto* lo stesso ad inserire determinate previsioni statutarie.

Ne consegue che le società ammesse all'AIM hanno fatto uso della possibilità prevista dall'art. 2364, comma primo, n. 5) c.c. per imporre l'autorizzazione

⁴⁵² Si veda l'art. 9 del regolamento emittenti AIM, che prevede che Borsa Italiana possa rifiutare l'ammissione all'AIM in caso di irregolarità o incompletezza della domanda di ammissione.

dell'assemblea in caso *reverse take-over*⁴⁵³ e di cambiamenti sostanziali di *business*⁴⁵⁴, oltre che per revocare l'ammissione delle azioni dell'emittente all'AIM.⁴⁵⁵ La modificazione dell'alterazione della distribuzione del potere e delle competenze in via statutaria è sicuramente efficace a vincolare tutti i soci, che non sono obbligati a seguire il regolamento del mercato. La differenza maggiore rispetto ad una previsione legislativa consiste nel fatto che, qualora gli amministratori compiano un'operazione che costituisce un *reverse take-over* oppure un cambiamento sostanziale di *business*⁴⁵⁶ senza ottenere la preventiva autorizzazione assembleare, il difetto del potere di rappresentanza da parte degli amministratori non potrà essere opposto ai terzi, a meno che non si provi che gli stessi hanno agito intenzionalmente a danno della società.⁴⁵⁷

Il regolamento del mercato⁴⁵⁸, dopo le modifiche effettuate nell'estate 2020, impone altresì limiti alla composizione dell'organo amministrativo e di controllo. Si dispone infatti che gli amministratori dell'emittente debbano possedere i requisiti di onorabilità di cui all'art. 147-*quinquies* t.u.f. e che i sindaci debbano possedere i requisiti di professionalità e onorabilità di cui all'art. 148, comma 4 t.u.f. Inoltre, si richiede all'emittente di nominare almeno un amministratore indipendente,

⁴⁵³ L'art. 14 del regolamento emittenti AIM definisce un *reverse take-over* come «una o più acquisizioni nell'arco di 12 mesi che per l'emittente AIM Italia:

- risultino superiori al 100% in uno qualunque degli indici di rilevanza; o
- determinino un cambiamento sostanziale nel business dell'emittente, nel consiglio di amministrazione o un cambiamento nel controllo; o
- nel caso di una società di investimento, si discostino significativamente dalla politica di investimento (come descritta nel documento di ammissione o approvata dagli azionisti in conformità al presente Regolamento)». Le operazioni che comportano un *reverse take-over* devono essere condizionate all'approvazione degli azionisti, essere comunicate al pubblico ed essere accompagnate da un documento informativo.

⁴⁵⁴ Un cambiamento sostanziale di *business* è definito dall'art. 15 del regolamento emittenti AIM come «[q]ualunque cessione effettuata dall'emittente AIM Italia che, singolarmente considerata o aggregata con una o più altre cessioni concluse nei precedenti dodici mesi, supera il 75% di uno qualunque degli indici di rilevanza» indicati dalla scheda tre del regolamento emittenti AIM. Le operazioni che comportano un cambiamento sostanziale del *business* devono essere condizionate all'approvazione degli azionisti, comunicate al pubblico e l'avviso di convocazione dell'assemblea che deve approvarle deve contenere informazioni dettagliate rispetto all'operazione.

⁴⁵⁵ Fattispecie analizzata in precedenza nel par. 3.3.2.

⁴⁵⁶ Dal punto di vista pratico, poiché un cambiamento sostanziale di *business* può essere portato a termine anche tramite più operazioni compiute nell'arco di 12 mesi, è più facile che la stessa possa essere effettuata senza richiedere l'autorizzazione degli azionisti.

⁴⁵⁷ Art. 2384, comma secondo c.c.; G. F. CAMPOBASSO, nt. 373, 377-79.

⁴⁵⁸ Art. 6-*bis* reg. emittenti AIM.

preventivamente individuato e valutato positivamente dal nomad. Queste disposizioni confermano indirettamente quanto affermato precedentemente⁴⁵⁹: le disposizioni relative all'organizzazione ed alla divisione del potere all'interno della società previste per le società quotate sul mercato regolamentato non si applicano analogicamente agli emittenti le cui azioni sono ammesse su di un mercato di crescita.

Il regolamento emittenti AIM Italia prevede inoltre che debba essere applicata la disciplina dell'articolo 10 del regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate.⁴⁶⁰ Il richiamo all'art. 10 del regolamento Consob rende obbligatorio per tutte le società quotate sull'AIM Italia⁴⁶¹ adottare una procedura per le operazioni con parti correlate. In particolare, le società devono adottare una procedura che rispetti i canoni per le operazioni di minore rilevanza⁴⁶², a prescindere dalla rilevanza dell'operazione stessa.⁴⁶³ Tuttavia, lo scarno obbligo previsto dal regolamento emittenti è integrato da una disciplina dettagliata, prevista da un altro regolamento dell'AIM, che regola il contenuto delle procedure che devono essere adottate dal c.d.a. per le operazioni con parti correlate. Tali disposizioni, per quanto meno onerose rispetto a quelle previste per le società quotate su di un mercato regolamentato, non presentano problemi interpretativi ed esegetici propri per le società ammesse all'AIM Italia e, in linea con lo spirito del presente lavoro, non verranno analizzate nel dettaglio.

⁴⁵⁹ Cfr. par. 3.3.

⁴⁶⁰ Regolamento Consob adottato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010.

⁴⁶¹ La procedura deve essere prevista da tutte le società, a prescindere dalla diffusione fra il pubblico in maniera rilevante delle azioni. Il regolamento emittenti AIM Italia amplia perciò l'ambito di applicazione della disciplina come prevista dal codice civile.

⁴⁶² Come dettagliati dall'art. 7 del regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate.

⁴⁶³ Ciò tuttavia non esclude che le società possano spontaneamente adottare procedure per le operazioni di maggiore rilevanza che rispettino quanto richiesto dall'art. 8 del regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate.

3.5. Sanzioni del mercato di crescita e responsabilità del c.d.a. per il mancato rispetto del regolamento

Il regolamento emittenti prevede altresì alcuni obblighi che non possono essere resi “vincolanti” tramite lo statuto, o tramite l’adozione di procedure specifiche da parte del c.d.a. Si pensi, per esempio, agli obblighi di comunicazione al mercato di informazioni quando viene effettuato un *reverse take-over*⁴⁶⁴, o cambiamenti sostanziali del *business*⁴⁶⁵, od operazioni significative.⁴⁶⁶ Si pensi altresì all’obbligo di adottare e mantenere regole di governo societario appropriate. A parte la portata generale della prescrizione e che dovrà necessariamente costituire il perno per il rilascio delle dichiarazioni del nomad al momento dell’ammissione dell’emittente, le linee guida allegate al regolamento AIM specificano alcuni elementi minimi che costituiscono un elemento dell’appropriatezza della *governance* dell’emittente. In particolare, le linee guida⁴⁶⁷ mirano a scoraggiare il fatto che amministratori della società controllante (o di altre società dell’eventuale gruppo di appartenenza) siedano nel consiglio di amministrazione della società controllata (o di altre società del gruppo di appartenenza). Inoltre, le linee guida sconsigliano che agli amministratori esecutivi della società controllante siano attribuite deleghe qualora siedano nel c.d.a. della società controllata. È facile notare come le linee guida non prevedano però divieti assoluti, ma solamente un principio ispiratore delle scelte dell’assemblea dei soci nella nomina degli amministratori e degli amministratori nell’attribuzione delle deleghe.⁴⁶⁸ Pertanto, per quanto sia astrattamente possibile per lo statuto inserire particolari requisiti soggettivi di ineleggibilità e di decadenza

⁴⁶⁴ Art. 14 reg. emittenti AIM Italia.

⁴⁶⁵ Art. 15 reg. emittenti AIM Italia.

⁴⁶⁶ Art. 12 reg. emittenti AIM Italia.

⁴⁶⁷ Art. 6-*bis* linee guida reg. emittenti AIM Italia; le linee guida prevedono testualmente: «[n]el caso di società controllate da altre società già quotate, si considera appropriato evitare l’attribuzione ad amministratori esecutivi o dirigenti del gruppo della controllante di deleghe operative nel gruppo dell’emittente e viceversa. Parimenti, è appropriato limitare le eventuali sovrapposizioni tra i membri dei consigli di amministrazione del gruppo della società emittente e del gruppo della controllante. Particolare attenzione dovrà essere prestata anche a situazioni di soggezione ad attività di direzione e coordinamento».

⁴⁶⁸ La legge (art. 2381, comma secondo c.c.) prevede che l’attribuzione delle deleghe, se permessa dallo statuto, spetti in via di *default* agli amministratori.

per gli amministratori, proprio perché il divieto in relazione all'assunzione di più incarichi in società facenti parti del medesimo gruppo non è assoluto, la maggior parte degli statuti delle società ammesse all'AIM Italia non prevede clausole in tal senso. Ne consegue che la disposizione del regolamento emittenti non è direttamente vincolante per i soci al momento della nomina degli amministratori, né per il c.d.a. al momento dell'attribuzione delle deleghe.

Quali sono, pertanto, gli strumenti giuridici che possono fungere da deterrente per il mancato rispetto del regolamento emittenti in questi casi? Cioè come si può “forzare” il rispetto dello stesso da parte di soggetti che non hanno stipulato direttamente il contratto con la società di gestione del mercato di crescita? La risposta risiede nell'apparato “sanzionatorio” previsto dal regolamento del mercato stesso e nella responsabilità a cui sono sottoposti gli amministratori nel caso di mancato rispetto del regolamento. In particolare, la società di gestione del mercato di crescita ha predisposto e, anzi, deve predisporre, un articolato apparato sanzionatorio volto a far sì che l'emittente adempia a quanto previsto dai regolamenti. In difetto, lo stesso può venire sanzionato e, nei casi più gravi, addirittura escluso dalle negoziazioni.

Inoltre, il rispetto del regolamento emittenti è assicurato anche dal ruolo del nomad, soggetto professionale incaricato sia di valutare l'appropriatezza dell'emittente per poter essere quotato sull'AIM⁴⁶⁹, sia di assistere in via continuativa l'emittente per garantire il rispetto delle disposizioni del regolamento emittenti. Viste l'obbligatorietà della nomina del nomad per poter essere un emittente AIM e l'apparato sanzionatorio inteso a colpire anche il nomad in caso di violazioni da parte dell'emittente, il gestore del mercato ha di fatto in parte “esternalizzato” i compiti di verifica della conformità dell'attività dell'emittente ad un terzo soggetto, che svolge una funzione di *stewardship* e che dovrebbe pertanto garantire un livello elevato di rispetto del regolamento emittenti.

⁴⁶⁹ Art. 11 reg. nomad. L'appropriatezza dell'emittente deve essere valutata in base ai parametri elencati nella scheda 3 allegata al regolamento nomad.

3.6. Conclusioni

Il presente capitolo ha analizzato quale sia la regolamentazione degli emittenti strumenti finanziari che si quotano su di un mercato di crescita. Sebbene agli stessi non sia formalmente applicabile il regime agli emittenti quotati sui mercati regolamentati, si è dimostrato che alcune disposizioni relative al diritto di recesso ed alle decisioni di quotazione e *delisting*, legate al fatto che la quotazione su di un mercato dovrebbe svolgere una funzione di *listing* e di fornitura di liquidità dei titoli ammessi, possono essere analogicamente applicate agli emittenti i cui titoli sono ammessi sui mercati di crescita.

Inoltre, si è analizzato quali requisiti di *governance* possano o debbano essere imposti agli emittenti dal regolamento del mercato, valutando quali siano le tecniche giuridiche attraverso le quali gli stessi vengano resi vincolanti. Prendendo come esempio alcune disposizioni del regolamento dell'AIM Italia si è ricostruito quali siano i limiti che il regolamento del mercato possa incontrare nell'imporre determinati requisiti di *governance*, come la necessaria assistenza di un soggetto terzo (nomad) dovrebbe garantire il rispetto del regolamento del mercato e quali soggetti possano essere ritenuti responsabili nel caso di mancato rispetto del regolamento.

CAPITOLO QUARTO

LA DISCIPLINA DELL'INFORMAZIONE

SOMMARIO: 4.1. Introduzione. - 4.2. Il regolamento prospetto. - 4.2.2. I casi in cui non è necessario pubblicare un prospetto. - 4.2.3. Le emissioni secondarie. - 4.2.4. Il passaggio al mercato regolamentato. - 4.2.5. La responsabilità per le informazioni fornite in sede di ammissione. - 4.3. Informazioni privilegiate e abusi di mercato. - 4.4. L'informazione relativa alle partecipazioni rilevanti. - 4.5. Relazione finanziaria. - 4.6. Conclusioni.

4.1. Introduzione

Una delle ragioni del ridotto numero delle IPO in Europa, in particolare delle PMI, sono i costi elevati del processo di quotazione e del mantenimento dello *status* di società quotata, o comunque ammessa alle negoziazioni su di un sistema multilaterale. Tali costi, seguendo la suddivisione della Commissione Europea, possono essere suddivisi in costi diretti ed indiretti.⁴⁷⁰ Fra i costi diretti rientrano i costi per la fase di ammissione alle negoziazioni e per mantenere l'accesso alla piattaforma di negoziazione⁴⁷¹; i costi indiretti ricomprendono tutte le spese e da affrontare in via continuativa per adempiere alle disposizioni regolamentari.⁴⁷² Qualora i costi siano superiori ai benefici oppure in generale rendano la quotazione delle azioni o delle obbligazioni più costosa di altre forme di finanziamento, le società non accederanno al mercato dei capitali.⁴⁷³

Nonostante i costi per la quotazione e la produzione dell'informazione siano particolarmente elevati e quindi costituiscano un ostacolo alla quotazione, è oramai fondamentalmente superato il dibattito sulla necessità o meno di prevedere

⁴⁷⁰ COMMISSIONE EUROPEA, *Commission Staff working document, impact assessment accompanying the document proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) No 596/2014 and (EU) 2017/1129 as regards the promotion of the use of SME growth markets*, SWD(2018)244 final, 2018, 12.

⁴⁷¹ Rientrano fra questi costi, per esempio, i compensi pagati ai prestatori dei diversi servizi necessari per mantenere l'ammissione alle negoziazioni ed i compensi spettanti alla società di gestione del mercato o del sistema multilaterale.

⁴⁷² COMMISSIONE EUROPEA, nt. 470, 12.

⁴⁷³ COMMISSIONE EUROPEA, nt. 470, 12.

obbligatoriamente la diffusione di determinate informazioni.⁴⁷⁴ Il dibattito attuale si concentra piuttosto sul quantitativo, la qualità e le modalità di presentazione delle informazioni.⁴⁷⁵

La letteratura e le analisi empiriche affermano che gli alti costi di accesso al mercato scoraggino le quotazioni, in quanto drenano parte delle risorse derivanti dall'offerta iniziale. Tali costi sono particolarmente elevati per le società di minori dimensioni, in quanto non sono direttamente proporzionali all'entità del collocamento.

Poiché uno dei costi principali derivanti dall'ammissione alle negoziazioni è costituito dalla redazione del prospetto informativo, il legislatore europeo si è preoccupato di semplificare la redazione del prospetto, riconoscendo tuttavia che, per gli investitori, le PMI potrebbero presentare dei rischi specifici proprio in ragione delle loro dimensioni⁴⁷⁶, e quindi un maggiore contenuto informativo

⁴⁷⁴ Per una breve discussione delle ragioni dell'obbligatorietà della pubblicazione delle informazioni nel caso di offerta al pubblico, si veda J. ARMOUR ET AL., *Principles of financial regulation*, Oxford, 2016, par. 8.3.

⁴⁷⁵ C. IBBA, *Contenuti e forme dell'informazione societaria fra passato e futuro. Profili generali*, in *Analisi giur. economia*, 2019, 601-3.

⁴⁷⁶ La questione è discussa espressamente nel considerando n. 51 del regolamento prospetto, che recita: «[u]no degli obiettivi fondamentali dell'Unione dei mercati dei capitali è agevolare l'accesso delle PMI al finanziamento nei mercati dei capitali nell'Unione. È opportuno estendere la definizione di PMI in modo da includere le PMI di cui alla definizione della direttiva 2014/65/UE, per assicurare la coerenza tra il presente regolamento e la direttiva 2014/65/UE. Dato che di norma le PMI hanno bisogno di raccogliere importi relativamente più bassi rispetto ad altri emittenti, i costi di redazione del prospetto standard potrebbero essere sproporzionatamente elevati e scoraggiare le imprese dall'offrire i loro titoli al pubblico. Allo stesso tempo, a causa delle loro dimensioni e della potenziale esiguità dei dati passati, le PMI potrebbero presentare uno specifico rischio di investimento rispetto ai grandi emittenti e dovrebbero divulgare informazioni sufficienti affinché gli investitori possano assumere le loro decisioni di investimento. Inoltre, per incoraggiare le PMI a ricorrere al finanziamento sui mercati dei capitali, il presente regolamento dovrebbe garantire che sia prestata particolare attenzione ai mercati di crescita per le PMI, che rappresentano uno strumento promettente per consentire alle imprese di minori dimensioni in crescita di raccogliere capitali. Il successo di tali sedi dipende tuttavia dalla loro capacità di provvedere alle esigenze di finanziamento delle PMI in crescita. Analogamente, talune imprese che offrono al pubblico titoli per un corrispettivo totale nell'Unione non superiore a 20 000 000 EUR beneficerebbero di un accesso più agevole al finanziamento ai mercati dei capitali per poter crescere e dovrebbero poter ottenere fondi a costi che non risultino sproporzionatamente elevati. È quindi opportuno che il presente regolamento istituisca un regime specifico e proporzionato in materia di prospetto UE della crescita che sia disponibile per tali imprese. È opportuno trovare il giusto equilibrio tra un accesso ai mercati finanziari efficiente sotto il profilo dei costi e la protezione degli investitori nel calibrare il contenuto del prospetto UE della crescita. Come avviene per altri tipi di prospetto ai sensi del presente regolamento, una volta approvato, il prospetto UE della crescita dovrebbe beneficiare del regime di passaporto a norma del presente regolamento e dovrebbe pertanto essere valido per ogni offerta di titoli al pubblico in tutta l'Unione».

potrebbe essere necessario.⁴⁷⁷ Sussiste quindi uno scarto ed un potenziale contrasto fra riduzione degli oneri a carico delle PMI per favorire l'accesso al mercato e protezione degli investitori⁴⁷⁸, che richiede al legislatore un'attività di bilanciamento e di scelta rispetto all'interesse ritenuto politicamente più rilevante.

Il panorama legislativo è estremamente frastagliato e variegato in virtù del fatto che i presupposti per la pubblicazione del prospetto sono l'offerta al pubblico dei titoli e l'ammissione alle negoziazioni su di un mercato regolamentato, ma non l'ammissione su di un mercato di crescita: tuttavia, il regolamento del mercato deve prevedere, ai fini della registrazione, che nei casi in cui non venga pubblicato un prospetto sia comunque pubblicato un documento di ammissione appropriato.⁴⁷⁹ Al fine di analizzare il bilanciamento effettuato dal legislatore rispetto alle diverse esigenze ed obiettivi legati alla riduzione dei costi e alla divulgazione di informazioni al mercato è necessario mappare il quadro legislativo, italiano ed europeo, per capire quando è effettivamente richiesta la pubblicazione di un prospetto al momento dell'ammissione sul mercato di crescita. L'analisi si deve poi spostare sul regolamento del mercato e sulle necessarie clausole dello stesso affinché il sistema multilaterale venga registrato come mercato di crescita, che impongono in ogni caso la pubblicazione di un documento d'offerta.⁴⁸⁰ Infine, poiché gli i mercati di crescita hanno anche l'obiettivo di fungere da "incubatori" e da camere di adattamento per permettere alle società di qualificarsi per i mercati regolamentati, è necessario valutare quali siano i requisiti in tema di prospetto e di informazione che devono essere affrontati al momento del trasferimento sul mercato regolamentato.

Anche in questo caso, così come nei capitoli precedenti ed in coerenza con lo spirito del lavoro, l'obiettivo non è valutare e considerare il regolamento prospetto nel suo insieme, ma procedere nel lavoro di ricostruzione dello *status* normativo

⁴⁷⁷ E. HOWELL, *An analysis of the prospectus regime: the EU reforms and the 'Brexit' factor*, in *European company and financial law review*, 2018, 87; J. ARMOUR ET AL., nt. 474, par. 8.4.4

⁴⁷⁸ E. HOWELL, nt. 477, 87; ESMA, *Technical advice on possible delegated acts concerning the prospectus directive as amended by the directive 2010/73/EU (ESMA/2011/323)*, 2011, sez. VIII.

⁴⁷⁹ Art. 69, comma 2, lett. c) t.u.f.

⁴⁸⁰ Si noti che, nel caso dell'AIM Italia, nel caso di pubblicazione di un prospetto non sarà necessario pubblicare altresì il documento d'offerta, art. 3 delle linee guida del reg. emittenti AIM.

degli emittenti quotati sui mercati di crescita, al fine di ricostruire in maniera organica la loro regolamentazione, interpretando le disposizioni dubbie alla luce del quadro regolamentare complessivo.

Oltre ai costi iniziali relativi al momento dell'ammissione alle negoziazioni, mantenere lo *status* di società quotata è considerato particolarmente oneroso per il regime della diffusione dell'informazione privilegiata e la disciplina degli abusi di mercato. Per quanto i confini del regime normativo in materia siano più definiti rispetto a quelli del prospetto⁴⁸¹, il legislatore europeo è intervenuto più volte negli ultimi anni al fine specifico di ridurre gli oneri amministrativi a carico delle società quotate sui mercati di crescita. Riguardo ad alcuni specifici ambiti è stato dunque creato un regime differenziato non solo rispetto ai mercati regolamentati, ma anche ai sistemi multilaterali di negoziazione "semplici", con un duplice obiettivo: favorire la quotazione degli emittenti ed incentivare la registrazione come mercati di crescita dei sistemi multilaterali.

Le norme relative alla trasparenza degli assetti proprietari non si applicherebbero direttamente agli emittenti quotati sui mercati di crescita, per quanto esse siano importanti a rendere evidenti gli assetti di potere delle società. Questi obblighi sono, nel caso dell'AIM, previsti dal regolamento del mercato, che richiede oneri aggiuntivi rispetto a quanto previsto dalla legge. Sarà dunque necessario valutare come il regime previsto da norme primarie per le società ammesse su di un mercato regolamentato sia stato adattato al contesto contrattuale del regolamento del mercato di crescita.

Infine, si analizzerà come il regolamento del mercato debba prevedere l'obbligo per gli emittenti ammessi di pubblicare relazioni finanziarie semestrali, in modo da informare il mercato circa l'andamento dell'attività sociale.

⁴⁸¹ Infatti il regolamento sugli abusi di mercato si applica anche alle società i cui titoli siano ammessi alle negoziazioni su di un sistema multilaterale di negoziazione: il panorama legislativo risulta dunque meno frastagliato.

4.2. Il regolamento prospetto

La questione dell'obbligo di pubblicazione del prospetto per le società ammesse alle negoziazioni su di un mercato di crescita è complicata dall'intreccio fra diverse fonti, non sempre immediato da districare. In particolare, la materia è stata recentemente novellata dal regolamento UE 2017/1129, che si applica direttamente e comprime lo spazio di autonomia lasciato al legislatore nazionale, che si ritrova sempre più a svolgere il ruolo di raccordo fra la disciplina europea e quella regolamentare.⁴⁸²

In via generale, l'ammissione alla negoziazione degli strumenti finanziari su di un sistema multilaterale di negoziazione o di un mercato di crescita per le PMI non comporta di per sé l'obbligo di pubblicare un prospetto. Il regolamento prospetto, non innovando sul punto rispetto alla precedente disciplina, prevede infatti che l'obbligo di pubblicazione del prospetto derivi da due ipotesi: (i) l'offerta pubblica di titoli⁴⁸³ e (ii) la loro ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato⁴⁸⁴ che ha sede o opera in uno Stato membro. L'ammissione alla negoziazione di titoli su di un mercato di crescita comporterà dunque l'obbligo di pubblicazione del prospetto qualora la stessa si configuri come offerta pubblica di titoli e non ricada all'interno di uno dei casi di eccezione alla pubblicazione del prospetto.

⁴⁸² M. PALMIERI, *Offerte al pubblico e sollecitazioni di pubblico risparmio*, in *Il testo unico finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, 1278. Come nota il medesimo Autore, in materia di prospetti, in realtà, il legislatore italiano svolgeva, almeno in parte, già questo ruolo, anche a causa della previsione in un regolamento dei modelli di prospetto. Di fatto, l'unica reale innovazione della disciplina nazionale rispetto a quella europea consisteva nella predisposizione dell'art. 100-*bis* t.u.f. peraltro dettata a causa di alcuni scandali finanziari di inizio secolo, ID., 1279.

⁴⁸³ I titoli sono definiti dall'art. 2, par. primo, lett. a) del regolamento prospetto come «i valori mobiliari ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 44, della direttiva 2014/65/UE, ad eccezione degli strumenti del mercato monetario ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 17, della direttiva 2014/65/UE aventi una scadenza inferiore a 12 mesi.» La direttiva Mifid II, a cui la definizione rimanda, definisce i valori mobiliari come «categorie di valori, esclusi gli strumenti di pagamento, che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, ad esempio: a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario; b) obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere tali valori mobiliari o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure».

⁴⁸⁴ Il termine mercato regolamentato è, ovviamente, utilizzato in senso tecnico ed è definito all'art. 2, par. 1, lett. j) del regolamento prospetto.

L'offerta al pubblico di titoli, che costituisce il presupposto per l'applicazione del regime del prospetto alle offerte sui mercati di crescita, è definita come «una comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei titoli offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali titoli. Questa definizione si applica anche al collocamento di titoli tramite intermediari finanziari». Se la standardizzazione costituisce il carattere distintivo dell'appello al pubblico risparmio⁴⁸⁵, il concetto di pubblico può, almeno in parte, essere riscavato deduttivamente facendo ricorso al regime delle eccezioni. Infatti, l'offerta di titoli rivolta a meno di 150 persone diverse da investitori qualificati non comporta l'obbligo di pubblicare il prospetto.⁴⁸⁶ L'offerta, per comportare l'obbligo di pubblicazione del prospetto, deve dunque essere rivolta ad un numero minimo di soggetti.

Qualora la quotazione sul mercato di crescita comporti la pubblicazione di un prospetto secondo la normativa europea (costituendo un'offerta al pubblico), l'offerta seguirà le disposizioni dettate in via generale, e non si presentano profili particolari relativi alle offerte di titoli sui mercati di crescita che meritano una trattazione specifica in questa sede all'interno del perimetro di indagine che ci siamo prefissati. Merita invece di essere ricostruito il tipo di prospetto che deve essere pubblicato, giacché il nuovo istituto del prospetto della crescita, introdotto dal regolamento, è destinato a regolare la maggioranza delle offerte che avvengono sui mercati di crescita.

Come affermato dal considerando n. 51 del regolamento⁴⁸⁷, la redazione di un prospetto *standard* da parte delle PMI, in ragione delle dimensioni delle emissioni, rischia di essere eccessivamente onerosa e di ostacolare l'obiettivo dichiarato dell'Unione dei mercati dei capitali di favorire l'accesso delle PMI ai mercati dei capitali: per tale ragione, il legislatore europeo ha ritenuto di prevedere un regime

⁴⁸⁵ M. PALMIERI, nt. 482, 1286.

⁴⁸⁶ Art. 1, par. 4, lett. b) regolamento prospetto.

⁴⁸⁷ Cfr. nt. 476.

“specifico e proporzionato” per gli emittenti PMI.⁴⁸⁸ Pertanto, il regime del prospetto di crescita di cui all’art. 15 del regolamento prospetto è costruito specificamente per gli emittenti di minori dimensioni che non abbiano titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.⁴⁸⁹

Il primo caso in cui un emittente che effettui un’offerta al pubblico può redigere il prospetto secondo le forme del prospetto UE per la crescita è quando lo stesso sia una PMI.⁴⁹⁰ La definizione di PMI adottata per consentire la pubblicazione del prospetto UE della crescita è più ampia rispetto a quella utilizzata dal medesimo legislatore europeo per identificare le società che siano PMI ai fini del rispetto della percentuale delle società ammesse alle negoziazioni in sede di registrazione come mercato di crescita.⁴⁹¹ Ai fini della pubblicazione del prospetto UE della crescita, sono definite come PMI due differenti categorie di emittenti. Le società che abbiano una capitalizzazione media di borsa⁴⁹² inferiore a 200 milioni di euro in base alle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili⁴⁹³ e le società che non superino determinate soglie dimensionali, indipendentemente dalla capitalizzazione di borsa. La seconda categoria di PMI è costituita dagli enti che soddisfino due dei seguenti tre requisiti in base al più recente bilancio annuale:

⁴⁸⁸ Il nesso fra dimensioni della società e informazioni che debbono essere fornite al pubblico è sottolineato anche dal considerando n. 52 del regolamento prospetto. Il regolamento delega la Commissione ad adottare atti ai sensi dell’art. 290 TFUE per indicare il contenuto minimo dei diversi tipi di prospetto previsti dalla normativa.

⁴⁸⁹ Questa forma semplificata di prospetto potrà pertanto essere redatta esclusivamente nei casi in cui l’obbligo di pubblicazione del prospetto stesso derivi da un’offerta al pubblico e non dall’ammissione alle negoziazioni su di un mercato regolamentato. Concerne pertanto esclusivamente i casi in cui l’obbligo potrebbe insorgere per gli emittenti ammessi alle negoziazioni su di un mercato di crescita.

⁴⁹⁰ Art. 15, par. 1, lett. a) regolamento prospetto.

⁴⁹¹ Per un’ampia discussione del concetto di PMI rispetto a quei fini, nonché una discussione critica della trasposizione della definizione effettuata dal legislatore italiano si rinvia al par. 2.5.2.

⁴⁹² Poiché la pubblicazione del prospetto nelle forme del prospetto UE della crescita non è consentita per le società i cui titoli siano ammessi alle negoziazioni su di un mercato regolamentato, la capitalizzazione di borsa in questo caso non potrà che essere quella che risulta dalle quotazioni di un mercato di crescita o di un sistema multilaterale di negoziazione. Per gli emittenti i cui titoli non siano ammessi su di un sistema multilaterale di negoziazione o su di un altro mercato di crescita la possibilità di essere considerati PMI e di ricorrere al prospetto UE della crescita dovrà pertanto essere valutata solo con riferimento agli indici dimensionali, anche qualora la capitalizzazione successiva all’offerta sia inferiore ai 200 milioni di euro (questa interpretazione è altresì confermata dal considerando n. 17 del regolamento (UE) 2019/2115).

⁴⁹³ Art. 2, par. 1, lett. f), ii) del regolamento prospetto, che rinvia all’art. 4, par. 1, punto 13) della Mifid II.

abbiano un numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, uno stato patrimoniale il cui totale non superi i 43 milioni di euro e un fatturato netto annuale non superiore a 50 milioni di euro. Affinché una società ricada nella definizione di PMI, non sembra che i requisiti dimensionali e di capitalizzazione debbano essere rispettati contemporaneamente: sarà pertanto sufficiente che la società non superi le soglie dimensionali oppure la capitalizzazione di borsa prescritta.

Il secondo gruppo di emittenti che possono fare ricorso al prospetto semplificato è identificato facendo esplicito riferimento ai mercati di crescita e risulta pertanto essere una disposizione "di favore" nei confronti di questi sistemi multilaterali di negoziazione. Possono infatti pubblicare il prospetto in forma semplificata anche emittenti che non siano PMI⁴⁹⁴, i cui titoli sono o saranno negoziati in un mercato di crescita a condizione che gli stessi abbiano una capitalizzazione media di borsa in base alle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili inferiore a 500 milioni di euro.⁴⁹⁵ La disposizione non è limpidissima e presenta alcuni elementi potenzialmente contraddittori.

In primo luogo, non è chiarissima quale sia l'estensione e la portata del concetto di titoli che saranno negoziati su di un mercato di crescita per le PMI, e cioè se del concetto possano avvalersi solamente gli emittenti che abbiano fatto istanza di ammissione dei titoli al mercato o che comunque effettuino l'offerta nel contesto del processo di "quotazione" oppure anche emittenti che programmano l'ingresso sul mercato in un breve arco di tempo. Probabilmente la prima interpretazione (offerta nel contesto del processo di "quotazione"), oltre che catturare la maggior parte dei casi, semplifica e rende più chiari i casi in cui si può ricorrere a questo tipo di prospetto.

Il secondo elemento problematico della definizione concerne piuttosto profili di opportunità. Infatti, la possibilità di avvalersi del prospetto semplificato per le società di dimensioni maggiori delle PMI è garantita esclusivamente sulla base della capitalizzazione di borsa dei tre anni precedenti. Poiché la stessa non può

⁴⁹⁴ Ai sensi della definizione di cui all'art. 15, par. 1, lett. a) regolamento prospetto.

⁴⁹⁵ Art. 15, par. 1, lett. b) regolamento prospetto.

riferirsi alla capitalizzazione delle società ammesse su di un mercato regolamentato⁴⁹⁶, la capitalizzazione di borsa non potrà che riferirsi alle quotazioni su di un sistema multilaterale. Tuttavia, tale fattispecie potrebbe riguardare una minoranza di società, che peraltro dovrebbero essere ammesse alle negoziazioni da almeno tre anni. Sebbene sia possibile che un sistema multilaterale di negoziazione richieda agli emittenti di pubblicare informazioni aggiuntive rispetto a quelle previste dalla legge – che in parte potrebbe giustificare un prospetto meno voluminoso in quanto è già presente un determinato livello di informazione per gli operatori di mercato – tale requisito ha l’effetto di restringere molto la platea di soggetti che non siano PMI e che possano ricorrere al prospetto UE per la crescita, senza che tale distinzione abbia una solida base.

I casi analizzati finora di emittenti che possono ricorrere al prospetto UE della crescita presentano entrambi problematiche che rischiano di ridurre le possibilità per le società che si vogliano quotare su di un mercato di crescita di fare ricorso al prospetto UE della crescita: o definiscono i soggetti legittimati a redigere questo prospetto semplificato facendo riferimento alla capitalizzazione di borsa⁴⁹⁷, escludendo pertanto le società che intendano effettuare un’offerta di titoli contestualmente al primo momento della quotazione, oppure secondo criteri dimensionali⁴⁹⁸ che potrebbero essere ristretti per le PMI che si quotano sui mercati di crescita, che sono di dimensioni maggiori rispetto alla media.⁴⁹⁹ Per tali ragioni, nell’ottica di favorire il ricorso ai mercati di crescita, il regolamento (UE) 2019/2115 ha aggiunto la lettera *c-bis*) al paragrafo primo dell’art. 15 del regolamento prospetto garantendo la possibilità di redigere il prospetto UE della crescita alle società non PMI che offrano le proprie azioni⁵⁰⁰ al pubblico

⁴⁹⁶ D’altra parte, tale ipotesi, oltre che contraddire la lettera del regolamento sarebbe contraddittoria pure con lo spirito dello stesso nella misura in cui il prospetto UE della crescita dovrebbe favorire le quotazioni piuttosto che il passaggio da un mercato con regole più onerose ad un mercato di crescita.

⁴⁹⁷ Art. 15, par. primo lett. *a*) – in relazione alla “prima” definizione di PMI descritta *supra* – e lett. *b*) del regolamento prospetto.

⁴⁹⁸ Art. 15, par. primo lett. *a*) del regolamento prospetto – in relazione alla “seconda” definizione di PMI descritta *supra*.

⁴⁹⁹ Considerando n. 17 del regolamento (UE) 2019/2115.

⁵⁰⁰ Gli emittenti non possono ricorrere a questa fattispecie qualora emettano titoli che non siano azioni.

contemporaneamente alla domanda di ammissione delle azioni alla negoziazione su di un mercato di crescita e sempre che gli emittenti non abbiano azioni già ammesse alla negoziazione su di un mercato di crescita⁵⁰¹, qualora dopo l'offerta questi abbiano una capitalizzazione non eccessiva. Per poter ricadere in questa ipotesi è necessario che il valore combinato del prezzo finale dell'offerta e del numero totale delle azioni⁵⁰² in circolazione dopo l'offerta sia inferiore a duecento milioni di euro. In questo modo, si garantisce agli emittenti che non siano stati quotati precedentemente, che abbiano dimensioni comunque rilevanti, ma una capitalizzazione relativamente contenuta di ricorrere al prospetto UE della crescita e, pertanto, di risparmiare sui costi di prima ammissione al mercato.

Qualora l'offerta pubblica concerna i titoli di una PMI ma sia effettuata da un offerente⁵⁰³, e non direttamente dall'emittente, anche questo potrà redigere il prospetto nella forma semplificata.⁵⁰⁴ L'ultimo caso in cui un emittente può redigere un prospetto UE della crescita, volto a concedere questa opportunità anche ad emittenti di maggiori dimensioni nel contesto di offerte tutto sommato circoscritte⁵⁰⁵, esula dall'ambito del presente studio, in quanto richiede espressamente che tali emittenti non abbiano titoli negoziati in un sistema multilaterale di negoziazione.

Il prospetto UE della crescita, che deve essere redatto secondo un formato standardizzato e con un contenuto ridotto, è composto di tre documenti: la nota di

⁵⁰¹ È quindi evidente che la fattispecie è designata specificamente con l'obiettivo di favorire la quotazione iniziale degli emittenti sui mercati di crescita, e non anche successivi aumenti di capitale.

⁵⁰² Qualora il prezzo definitivo oppure il numero totale delle azioni non siano esattamente determinati nel prospetto si farà riferimento al prezzo massimo e alla quantità massima di azioni che devono comunque essere indicati nel prospetto ai sensi dell'art. 17, par. primo, lett. b), punto (i) regolamento prospetto.

⁵⁰³ L'offerente è definito come «qualsiasi persona giuridica che offra titoli al pubblico» dall'art. 2, par. 1, lett. i) regolamento prospetto.

⁵⁰⁴ Art. 15, par. 1, lett. d) regolamento prospetto.

⁵⁰⁵ La possibilità di redigere un prospetto in forma semplificata è garantita agli emittenti, diversi dalle prime due categorie già analizzate, che offrano titoli nell'Unione per un corrispettivo massimo di 20 milioni di euro calcolato per un periodo di dodici mesi, a condizione che questi emittenti abbiano avuto in media nel corso dell'esercizio al massimo 499 dipendenti e non abbiano titoli negoziati su di un sistema multilaterale di negoziazione; art. 15, par. 1, lett. c) regolamento prospetto.

sintesi, il documento di registrazione e la specifica nota informativa sui titoli.⁵⁰⁶ Il contenuto specifico dei diversi documenti è determinato da atti delegati della Commissione⁵⁰⁷, la quale deve prevedere un carico informativo che sia «considerevolmente più leggero rispetto al prospetto standard, in termini di oneri amministrativi e finanziari per gli emittenti»⁵⁰⁸ e tenere in considerazione la finalità di agevolare l'accesso al mercato da parte delle PMI, «assicurando allo stesso tempo che gli investitori possano investire con fiducia in tali imprese»⁵⁰⁹.

Ne consegue che le società PMI ammesse su di un mercato di crescita (o che intendano quotarsi), quando effettuino un'offerta pubblica di titoli potranno, nella maggior parte dei casi, redigere il prospetto nelle forme semplificate del prospetto UE della crescita. Tuttavia, sebbene tale formato sia più conciso e la sua redazione meno onerosa rispetto ad un prospetto “tradizionale”, le disposizioni che concernono l'approvazione dello stesso da parte dell'autorità di vigilanza o la responsabilità per la redazione non sono differenti. L'alleviamento degli oneri concerne esclusivamente il contenuto.

4.2.2. I casi in cui non è necessario pubblicare un prospetto

A causa anche delle dimensioni degli emittenti che si quotano sui mercati di crescita, è piuttosto comune che l'offerta iniziale dei titoli ricada all'interno di una delle eccezioni all'obbligo di pubblicazione del prospetto.⁵¹⁰ In questi casi, l'ammissione alle negoziazioni dei titoli sul mercato di crescita potrebbe avvenire senza la previa pubblicazione di un documento informativo completo che identifichi e chiarisca esattamente le caratteristiche dell'emittente. Tuttavia, questa differenziazione rischia di creare disparità circa le informazioni disponibili riguardo

⁵⁰⁶ Art. 15, par. 1 regolamento prospetto.

⁵⁰⁷ La Commissione Europea ha determinato il contenuto del prospetto UE della crescita con regolamento delegato UE del 14 marzo 2019.

⁵⁰⁸ Art. 15, par. 2, quarto periodo, lett. a) regolamento prospetto.

⁵⁰⁹ Art. 15, par. 2, quarto periodo, lett. b) regolamento prospetto.

⁵¹⁰ A. PERRONE, nt. 57, 258. Per una discussione delle *rationes* delle diverse eccezioni alla pubblicazione del prospetto si veda J. ARMOUR ET AL., nt. 474, par. 8.4.1. ss. Per un'analisi delle diverse eccezioni alla pubblicazione del prospetto nell'ordinamento italiano prima dell'emanazione del regolamento prospetto si veda M. PALMIERI, *Art. 100*, in *Commentario TUF*, a cura di F. Vella, Padova, 2012, 969 ss.

ai diversi emittenti al momento dell'ammissione sul mercato di crescita, generando confusione negli investitori e minando l'obiettivo di prevedere per i mercati di crescita disposizioni uniformi e armonizzate a livello europeo.

Al fine di ovviare a questo problema, già prima della creazione dei mercati di crescita per le PMI, i sistemi multilaterali dedicati alle PMI che intendevano svolgere altresì una funzione di *listing* richiedevano agli emittenti la pubblicazione di un documento contenente informazioni similari a quelle di un prospetto.⁵¹¹ Anche l'AIM Italia, prima di essere registrato come mercato di crescita, imponeva agli emittenti di pubblicare un documento d'offerta al momento dell'ammissione.⁵¹²

Peraltro, per ottenere la registrazione come mercato di crescita, il sistema multilaterale di negoziazione *deve* richiedere agli emittenti, qualora non siano tenuti a pubblicare un prospetto, di pubblicare un appropriato documento di ammissione, che deve garantire che al mercato siano fornite informazioni sufficienti⁵¹³ ad effettuare una scelta consapevole in merito all'investimento⁵¹⁴, considerando le prospettive finanziarie dell'emittente ed i diritti connessi ai titoli.⁵¹⁵ Tale richiesta è ribadita altresì dal regolamento delegato (UE) 2017/565, ove si specifica che il documento di ammissione deve essere redatto sotto la responsabilità dell'emittente e che è necessario specificare se il documento sia stato approvato e riesaminato e

⁵¹¹ Con riferimento all'AIM UK Armour et al. notano che, sebbene la definizione degli esatti contenuti della *disclosure* fosse lasciata alla discrezionalità del gestore del sistema multilaterale, gli obblighi di *disclosure* in sede di ammissione al mercato sono molto simili a quelli previsti per i mercati regolamentati, con le rilevanti eccezioni che il documento contenente le informazioni non deve essere approvato dall'autorità di vigilanza e che non devono essere prodotti bilanci accompagnati dall'attestazione del revisore per un minimo di tre anni di attività precedenti l'ammissione al mercato, J. ARMOUR ET AL., nt. 474, par. 8.4.4.

⁵¹² Prima del 2013, la pubblicazione di un documento d'offerta (ai sensi della precedente versione dell'art. 2, comma 3 reg. emittenti Consob, emanato in attuazione dell'art. 205 t.u.f.) era uno dei requisiti affinché le quotazioni di prezzi relative a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su di un sistema multilaterale non costituissero un'offerta al pubblico; sul punto si veda A. GIANNELLI, *I contratti dei sistemi multilaterali di negoziazione*, in *I contratti per l'impresa*, vol. II, a cura di G. Gitti, Marisaria Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012, 307-8; per l'analisi delle *rationes* della precedente disciplina si veda I. TAROLA, *Sistemi multilaterali di negoziazione. Caratteristiche e regole applicabili*, in *Strumenti finanziari e regole MiFID*, a cura di F. Del Bene, Milano, 2009, 324-5.

⁵¹³ Il bilanciamento fra flessibilità, riduzione dei costi di quotazione e protezione degli investitori viene sottoposto anche in questo caso al vaglio discrezionale dell'autorità di vigilanza, A. PERRONE, nt. 57, 258.

⁵¹⁴ Art. 69, comma 2, lett. c) t.u.f.

⁵¹⁵ Art. 78, par. 2, lett. d) regolamento delegato (UE) 2017/565.

da quale soggetto.⁵¹⁶ Di conseguenza, la normativa europea, oltre che nazionale, sebbene non richieda espressamente la pubblicazione di un prospetto in fase di quotazione su di un mercato di crescita, impone al sistema multilaterale di richiedere agli emittenti di pubblicare un documento d'offerta, che li renda edotti sia delle caratteristiche dell'emittente che delle specificità dei titoli offerti.

Il regolamento emittenti dell'AIM Italia prescrive dunque che una società, per poter essere ammessa al mercato di crescita qualora non sia onerata della pubblicazione di un prospetto secondo le disposizioni europee, debba pubblicare sul proprio sito internet⁵¹⁷ un documento di ammissione, insieme all'ultimo bilancio sottoposto a revisione legale, se esistente.⁵¹⁸ Il documento di ammissione deve avere il contenuto specificato nella scheda due allegata al regolamento emittenti AIM.⁵¹⁹

La scheda due del regolamento emittenti AIM determina il contenuto del documento di ammissione, rinviando ai modelli allegati al regolamento delegato (UE) 2019/980 e specificando quali informazioni indicate nei modelli possano essere omesse dagli emittenti. In maniera singolare, invece di rinviare al contenuto del modello del prospetto UE della crescita⁵²⁰, il regolamento emittenti AIM rinvia al prospetto "tradizionale" indicando le omissioni e specificando particolari accorgimenti che devono essere seguiti nel caso in cui il documento di ammissione contenga previsioni, stime o proiezioni. Se, come abbiamo argomentato precedentemente, il formato del prospetto UE della crescita è destinato ad essere il modello standard per la redazione del prospetto da parte degli emittenti che realizzino un'offerta al pubblico in sede di ammissione dei titoli sul mercato di

⁵¹⁶ Art. 78, par. 2, lett. c) regolamento delegato (UE) 2017/565.

⁵¹⁷ Secondo le modalità previste dall'art. 26 del reg. emittenti AIM.

⁵¹⁸ Art. 3 reg. emittenti AIM.

⁵¹⁹ L'art. 4 del regolamento emittenti AIM determina i casi in cui l'emittente, sentito il Nominated Adviser ed autorizzato da Borsa Italiana, può omettere informazioni dal documento di ammissione; fondamentalmente, è necessario che l'informazione sia di minore importanza e non suscettibile di influenzare la situazione e le prospettive patrimoniali dell'emittente, che la pubblicazione dell'informazione possa arrecare grave danno all'emittente e che la sua omissione non sia suscettibile di trarre in inganno gli investitori. È lecito domandarsi se Borsa Italiana, che deve autorizzare l'omissione dell'informazione (mentre generalmente non autorizza, né approva il contenuto del documento di ammissione), possa essere considerata responsabile qualora l'omissione dell'informazione arrechi in concreto un danno agli investitori.

⁵²⁰ Allegati 23-27 al regolamento delegato (UE) 2019/980.

crescita, rimandare al contenuto dello stesso (peraltro già calibrato sulle esigenze delle PMI) avrebbe forse potuto favorire l'omogeneità dell'informazione fornita al mercato.

Inoltre, è criticabile l'approccio normativo adottato dal legislatore europeo, che delega al gestore del mercato l'imposizione della pubblicazione di un documento di ammissione. Se si ritiene infatti che sia necessario, in virtù della funzione di *listing* che i mercati di crescita svolgono, che le società i cui titoli vengono ammessi pubblicino un minimo di informazione standardizzata, sarebbe stato adeguato regolamentare direttamente a livello europeo tale documento, in modo da evitare differenze fra mercati di crescita a livello nazionale, uniformando la normativa a vantaggio anche degli investitori.

4.2.3. Le emissioni secondarie

La prima offerta al pubblico di titoli non è il solo caso in cui gli emittenti sono tenuti a pubblicare un prospetto. Infatti, gli emittenti potrebbero effettuare una nuova offerta al pubblico (c.d. offerte secondarie), oppure richiedere l'ammissione su di un mercato regolamentato.⁵²¹ Tuttavia, sia nel caso in cui gli emittenti siano già quotati su di un mercato regolamentato, sia quando lo siano su di un mercato di crescita (caso specifico che ci interessa in questa sede), la pubblicazione di un prospetto potrebbe essere un requisito gravoso ed in parte inutile, considerati gli obblighi di diffusione dell'informazione periodica a cui sono soggetti gli emittenti.

Proprio in ragione della trasparenza a cui sono soggetti gli emittenti quotati su di un mercato regolamentato⁵²², il regolamento prospetto ha previsto⁵²³ che, in determinati casi, le società possano avvalersi di un prospetto semplificato per le emissioni secondarie. La possibilità di ricorrere ad un prospetto semplificato è

⁵²¹ Fattispecie che, come già evidenziato, comporta la necessaria pubblicazione di un prospetto; riguardo a questo secondo aspetto si veda il paragrafo successivo.

⁵²² Sul punto, vedasi il considerando n. 48 del regolamento prospetto.

⁵²³ La disciplina è contenuta nell'art. 14 del regolamento prospetto.

disponibile anche per le società ammesse su di un mercato di crescita⁵²⁴, poiché le stesse sono soggette a obblighi di trasparenza dettati dal regolamento del mercato.⁵²⁵

Nel caso di *offerta al pubblico*, gli emittenti che abbiano titoli⁵²⁶ già ammessi alle negoziazioni su di un mercato di crescita possono redigere un prospetto semplificato nel caso di emissioni secondarie se ricorrono specifiche condizioni relative al tipo di strumenti finanziari offerti ed in base al tempo trascorso dalla prima quotazione sul mercato.

La possibilità di avvalersi del prospetto semplificato per le emissioni secondarie è disponibile esclusivamente per gli emittenti i cui titoli siano stati ammessi sul mercato di crescita continuativamente per almeno diciotto mesi.⁵²⁷ Tale lasso di tempo garantisce che la società sia stata soggetta agli obblighi di trasparenza previsti dalla normativa o dal regolamento del mercato per un periodo sufficiente e che la stessa abbia pubblicato almeno una volta la relazione finanziaria annuale.⁵²⁸

Il secondo requisito concerne invece i titoli oggetto di offerta al pubblico. Infatti, il prospetto semplificato è disponibile per gli emittenti⁵²⁹ solamente in due casi: (i) nel caso di offerte di titoli fungibili con i titoli emessi in precedenza; (ii)

⁵²⁴ La stessa facoltà non è invece disponibile per le società i cui titoli siano ammessi alla negoziazione su di un sistema multilaterale di negoziazione, per quanto il regolamento dello stesso possa imporre agli emittenti specifici requisiti di trasparenza.

⁵²⁵ Tale contenuto del regolamento del mercato è in gran parte “obbligato”, poiché necessario per ottenere la registrazione come mercato di crescita; cfr. cap. secondo.

⁵²⁶ Si rammenta che i titoli sono definiti dall’art. 2, par. primo, lett. a) del regolamento prospetto come «i valori mobiliari ai sensi dell’articolo 4, paragrafo 1, punto 44, della direttiva 2014/65/UE, a eccezione degli strumenti del mercato monetario ai sensi dell’articolo 4, paragrafo 1, punto 17, della direttiva 2014/65/UE aventi una scadenza inferiore a 12 mesi».

⁵²⁷ Questo requisito è comune alle fattispecie previste dall’art. 14, par. primo, lett. a), b), c) del regolamento prospetto.

⁵²⁸ Considerando n. 50 del regolamento prospetto.

⁵²⁹ Il prospetto semplificato per le emissioni secondarie è disponibile anche per gli offerenti che offrano al pubblico titoli ammessi alle negoziazioni su di un mercato di crescita per almeno diciotto mesi (art. 14, par. primo, lett. c) della versione consolidata del regolamento prospetto). In questo caso, tuttavia, non si verifica nessuna emissione, ma solamente un’offerta al pubblico. La disposizione è volta chiaramente a consentire la riduzione dell’esposizione verso determinati titoli da parte di azionisti significativi e comunque a ridurre gli oneri informativi quando l’emittente sia già tenuto ad obblighi di trasparenza.

per gli emittenti titoli di capitale⁵³⁰, nel caso di offerta di titoli diversi dai titoli di capitale o titoli che diano accesso a titoli di capitale fungibili con i titoli di capitale esistenti dell'emittente già ammessi alla negoziazione.⁵³¹

Come nel caso del prospetto UE della crescita, anche il prospetto semplificato per le emissioni secondarie è composto da tre documenti (nota di sintesi, documento di registrazione e nota informativa sui titoli⁵³²), la cui redazione è tuttavia meno gravosa rispetto a quella dei documenti per le offerte primarie.⁵³³

È possibile che anche nel caso delle emissioni secondarie l'offerta di titoli *non* costituisca un'offerta al pubblico. Tuttavia, diversamente rispetto a quanto è previsto per la prima ammissione degli strumenti finanziari, non è richiesto ai gestori dei mercati di crescita, ai fini della registrazione, di prevedere la pubblicazione di specifici documenti in caso di aumenti di capitale. Al contrario, sembra ragionevole interpretare il regolamento delegato nel senso che sia necessario pubblicare un nuovo documento di ammissione qualora venga richiesta l'ammissione sul mercato di una nuova categoria di strumenti finanziari.⁵³⁴ Tale interpretazione è avallata anche dal dettato del regolamento emittenti dell'AIM Italia, che afferma la necessità di pubblicare un ulteriore documento di ammissione nel caso di ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari appartenenti ad una

⁵³⁰ Ai sensi dell'art. 2, par. primo, lett. *b*) del regolamento prospetto i titoli di capitale sono definiti come «le azioni e altri valori mobiliari equivalenti ad azioni di società nonché qualsiasi altro tipo di valore mobiliare che attribuisca il diritto di acquisire i summenzionati titoli mediante conversione o esercizio di diritti che essi conferiscono, purché i titoli di quest'ultimo tipo siano emessi dall'emittente delle azioni sottostanti o da un'entità appartenente al gruppo di detto emittente».

⁵³¹ Art. 14, par. primo, lett. *b*) della versione consolidata del regolamento prospetto (come modificato dall'art. 2, par. due (a)(i) del reg. (UE) 2019/2115; si veda anche il considerando 14 del reg. (UE) 2019/2115).

⁵³² Peraltro, la versione semplificata della nota informativa sui titoli non può essere utilizzata nel caso in cui l'emittente che abbia titoli di capitale quotati sul mercato di crescita emetta titoli diversi dai titoli di capitale o titoli diversi dai titoli di capitale che diano accesso a titoli di capitale fungibili con i titoli di capitale esistenti dell'emittente già ammessi alla negoziazione; vedi art. 14, par. primo, comma 2 del regolamento prospetto.

⁵³³ Il contenuto necessario del prospetto semplificato per le emissioni secondarie è dettato dall'art. 14, par. 2 del regolamento prospetto.

⁵³⁴ Sia l'art. 78, par. primo, lett. *c*) del regolamento delegato (UE) 565/2017, sia l'art. 69, comma 2, lett. *c*) t.u.f. prevedono infatti che debba essere pubblicato un documento di ammissione qualora venga richiesta l'ammissione alle negoziazioni di uno strumento finanziario; sembra pertanto che, qualora venga richiesta l'ammissione di un nuovo e differente strumento finanziario debba essere pubblicato un nuovo documento di ammissione.

nuova categoria.⁵³⁵ Al contrario, l'emissione di nuovi strumenti finanziari fungibili con quelli già emessi è solo soggetta a specifici obblighi di comunicazione a Borsa Italiana e non alla pubblicazione di ulteriori documenti informativi.⁵³⁶

4.2.4. Il passaggio al mercato regolamentato

La quotazione sul mercato di crescita, nelle intenzioni del legislatore europeo, dovrebbe essere un primo passaggio che faciliti anche la successiva quotazione su di un mercato regolamentato.⁵³⁷ Nell'ottica di favorire questo trasferimento sono stati ridotti gli oneri informativi a carico dell'emittente nel caso di passaggio dal mercato di crescita al mercato regolamentato⁵³⁸, garantendo la possibilità di redigere il prospetto per la quotazione nella forma del prospetto semplificato per le emissioni secondarie: anche in questo caso la possibilità di usufruire del prospetto semplificato per le emissioni secondarie⁵³⁹ è garantita solo a determinate condizioni.⁵⁴⁰

In primo luogo, gli emittenti quotati sul mercato di crescita devono avere già offerto al pubblico i propri titoli: in questo modo si garantisce che queste società

⁵³⁵ Art. 27 reg. emittenti AIM Italia.

⁵³⁶ Vedasi art. 33 delle linee guida del reg. emittenti AIM Italia ed il punto G.8 delle linee guida delle procedure per le operazioni sul capitale AIM Italia.

⁵³⁷ I mercati di crescita sono intesi anche come un passaggio intermedio dal legislatore europeo: un ambiente in cui gli emittenti possono abituarsi ad interagire con il mercato, per fare successivamente il "salto" verso il mercato regolamentato. Afferma in tal senso il considerando n. 15 del regolamento (UE) 2019/2115: «I mercati di crescita per le PMI non dovrebbero essere percepiti come l'ultima fase dello sviluppo degli emittenti e dovrebbero consentire alle imprese di successo di crescere e di passare un giorno ai mercati regolamentati per beneficiare di una maggiore liquidità e avere accesso a un maggior numero di investitori».

⁵³⁸ Si noti inoltre che l'emittente che consideri di potersi quotare su di mercato regolamentato in un breve arco di tempo potrebbe decidere di non quotarsi su di un mercato di crescita a causa dei costi per la "doppia" quotazione. Ridurre i costi di "passaggio" avrebbe dunque l'effetto positivo di non scoraggiare le quotazioni di emittenti di maggiori dimensioni che potrebbero ambire in ridotto lasso di tempo al mercato regolamentato.

⁵³⁹ Nonostante questo prospetto semplificato sia designato come indirizzato alle emissioni secondarie, in realtà il primo paragrafo dell'art. 14 del regolamento prospetto concerne un insieme eterogeneo di ipotesi, che non sono tutte connesse ad emissioni secondarie. Infatti, alle emissioni secondarie vere e proprie si affianca il caso delle offerte da parte di offerenti non emittenti ed il caso di offerte connesse alla quotazione su di un mercato regolamentato.

⁵⁴⁰ La fattispecie è delineata dall'art. 14, par. primo, lett. d) del regolamento prospetto nella versione consolidata, come modificato dal regolamento (UE) 2019/2115.

abbiano già redatto un prospetto⁵⁴¹ secondo quanto previsto dal regolamento europeo, e non abbiano solo prodotto un documento di ammissione secondo quanto richiesto dal regolamento del mercato.⁵⁴² In secondo luogo, l'emittente deve essere stato ammesso alle negoziazioni continuativamente sul mercato di crescita per almeno due anni e deve avere rispettato gli obblighi di segnalazione e comunicazione pienamente per tutto il periodo. Mentre anche in questo caso il lasso temporale dovrebbe garantire agli investitori di avere sufficienti informazioni⁵⁴³, anche riguardo alla *performance* dell'emittente, non è specificato quale sia la natura del controllo che deve essere effettuato sul rispetto degli obblighi di comunicazione e se l'autorità possa limitarsi a verificare che non siano stati portati a termine procedimenti nei confronti dell'emittente oppure se debba svolgere un controllo più approfondito. Infine, il prospetto semplificato può essere utilizzato solamente qualora i titoli per cui si chiede l'ammissione alle negoziazioni sul mercato regolamentato siano fungibili con i titoli già ammessi sul mercato di crescita. Qualora non ricorra una di queste condizioni, invece, l'emittente non potrà avvalersi del prospetto semplificato per le emissioni secondarie nel passaggio dal mercato di crescita al mercato regolamentato.

4.2.5. La responsabilità per le informazioni fornite in sede di ammissione

Oltre all'esatto contenuto del prospetto ed all'approvazione dell'autorità di vigilanza, la pubblicazione di un prospetto oppure di un semplice documento di ammissione da parte dell'emittente che si quoti sul mercato di crescita comporta altresì una differente responsabilità per il contenuto del documento nei confronti degli investitori.

Quando l'emittente debba redigere un prospetto, la responsabilità (dell'emittente e degli altri soggetti coinvolti nell'offerta) è disciplinata dall'art. 11

⁵⁴¹ Non è specificato il formato del prospetto, che potrebbe anche assumere le forme del prospetto UE della crescita ai sensi dell'art. 15 del regolamento prospetto.

⁵⁴² La pubblicazione del prospetto, infatti, oltre ad avere contenuti potenzialmente diversi rispetto al documento di ammissione, garantisce anche che sia svolto un controllo sul contenuto da parte dell'autorità di vigilanza.

⁵⁴³ Considerando n. 15 del regolamento (UE) 2019/2115.

del regolamento prospetto e dall'art. 94, comma 8 ss. t.u.f.⁵⁴⁴ La responsabilità connessa alla pubblicazione di un prospetto nel contesto delle offerte al pubblico da parte di emittenti che si quotino su di un mercato di crescita⁵⁴⁵ non presenta specifiche particolarità e non sarà pertanto oggetto di analisi dettagliata in questa sede.⁵⁴⁶ Basti ricordare che rispondono della veridicità delle informazioni contenute nel prospetto, nei confronti dell'investitore che vi abbia fatto affidamento, l'emittente, l'offerente e l'eventuale garante e le persone responsabili delle informazioni.⁵⁴⁷ La prova liberatoria, che deve essere fornita dai soggetti responsabili, consiste nella dimostrazione di aver adottato ogni diligenza per assicurarsi che le informazioni contenute nel prospetto fossero aderenti ai fatti e non fossero presenti omissioni.⁵⁴⁸ Per le informazioni false e le omissioni, inoltre, è responsabile altresì l'intermediario responsabile del collocamento⁵⁴⁹, a meno che non dimostri di aver adottato il medesimo grado di diligenza dei soggetti

⁵⁴⁴ L'art. 11 del regolamento prospetto, infatti, ha piuttosto un contenuto "da direttiva": invece di regolare direttamente la materia, infatti, prescrive alcuni requisiti relativi alla responsabilità da prospetto che gli Stati membri devono implementare nelle rispettive legislazioni nazionali (tale contenuto deriva probabilmente dai differenti approcci adottati dagli Stati membri in tema di responsabilità civile o da inadempimento in generale, che rendono più opportuno indicare a livello europeo quali soggetti siano tenuti a rispondere delle informazioni non corrette contenute nel documento lasciando ai singoli Stati l'onere di modellare la relativa responsabilità).

⁵⁴⁵ Quale che sia la forma del prospetto: prospetto UE della crescita, prospetto semplificato per le emissioni secondarie o prospetto "ordinario".

⁵⁴⁶ Sulla responsabilità da prospetto è presente una vastissima letteratura. Da ultimo si veda P. GIUDICI, *Italy*, in *Prospectus regulation and prospectus liability*, a cura di D. Busch, G. Ferrarini, J. P. Franx, Oxford, 2020. Per quanto concerne in generale il tema della responsabilità civile connessa alle informazioni disseminate sui mercati finanziari si veda P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008.

⁵⁴⁷ Art. 94, comma 8 t.u.f.

⁵⁴⁸ Art. 94, comma 8 t.u.f.

⁵⁴⁹ Oltre ai soggetti indicati dall'art. 94, comma 8 e 9 t.u.f., la pubblicazione di un prospetto contenente informazioni false o omissioni potrà dare luogo, in determinati e specifici casi, anche alla responsabilità della Consob, incaricata di approvarlo. I *leading cases* in materia sono le sentenze della Suprema Corte emesse nella vicenda Cultrera (quattro: in sede di regolamento di giurisdizione Sez. Un., 14 gennaio 1992, n. 367, in *Foro it.*, 1992, I, 1421, con nota di A. PRINCIGALLI, *Omissioni e responsabilità civile della pubblica amministrazione*, in *Foro it.*, 1992, I, 1421 ss.; Cass. Civ., sez. I, 3 marzo 2001, n. 3132, in *Banca dati Pluris* e Cass. Civ., sez. I, 25 febbraio 2009, n. 4587, in *Banca dati Pluris*; Cass. Civ., sez. I, 4 novembre 2016, n. 23418, in *Società*, 2017, 320 con nota di F. PELLEGRINI, *L'ultima parola della Suprema Corte nella vicenda Cultrera*, in *Società*, 2017, 325). Ora la materia è espressamente regolata dall'art. 24, comma 6-bis l. 28 dicembre 2005, n. 262, che dispone che, nell'esercizio delle funzioni, la Consob, i componenti dei suoi organi ed i suoi dipendenti rispondano dei danni derivanti da atti e comportamenti posti in essere con dolo o colpa grave.

responsabili della redazione del prospetto.⁵⁵⁰ Il termine di prescrizione per l'azione risarcitoria è di cinque anni dalla pubblicazione del prospetto; tuttavia, l'investitore può esercitare l'azione anche in seguito se dimostra di aver scoperto la falsità delle informazioni contenute nel prospetto nei due anni precedenti l'esercizio dell'azione.⁵⁵¹ Per quanto la giurisprudenza continui a caratterizzare la responsabilità da prospetto come avente natura extracontrattuale⁵⁵², il tema ha perso molta della sua importanza.⁵⁵³ Infatti, l'art. 94 t.u.f. disciplina espressamente onere della prova, canone di diligenza e termine di prescrizione dell'azione⁵⁵⁴: gli elementi che rendono particolarmente rilevante, da un punto di vista pratico, definire la natura della responsabilità.

La disciplina della responsabilità prevista dall'art. 94 t.u.f. non concerne tuttavia anche i documenti d'offerta che vengano diffusi dagli emittenti secondo quanto previsto dal regolamento del mercato di crescita. È quindi necessario interrogarsi circa la responsabilità derivante da eventuali informazioni false o omissioni contenute nel documento di ammissione. La premessa di questa indagine è duplice. In primo luogo, il documento di ammissione è istituzionalmente diretto agli investitori e specificamente indirizzato a fornire loro informazioni sulla base delle quali possano sottoscrivere i titoli dell'emittente. In secondo luogo, il documento di ammissione non costituisce una comunicazione volontaria dell'emittente, ma neppure esclusivamente derivante dalle obbligazioni, di natura

⁵⁵⁰ Art. 94, comma 9 t.u.f. Sulla natura solidale o meno della responsabilità fra i soggetti indicati dall'art. 94, comma 8 t.u.f., sia fra di loro, sia con l'intermediario responsabile del collocamento si veda di cui all'art. 94, comma 9 t.u.f. si veda A. BELOTTI, *La responsabilità solidale nel collocamento di prodotti finanziari*, in *Resp. civ. prev.*, 2019, I, 678 ss. Sulla responsabilità dell'emittente, del responsabile del collocamento e degli intermediari nella distribuzione dei prodotti bancari si veda M. GUERNELLI, *Crisi bancarie: responsabilità dell'emittente e dell'intermediario*, in *Banca imp. soc.*, 2017, 347 ss.

⁵⁵¹ Art. 94, comma 11 t.u.f.

⁵⁵² Cass. Civ., Sez. I, 11 giugno 2010, n. 14056, in *Danno e resp.*, 2011, 621 ss.; Trib. Milano, 18 maggio 2017, in *Società*, 2017, 1362 ss.

⁵⁵³ M. ARRIGONI, *Nesso di causalità e quantum del risarcimento nella responsabilità da prospetto*, in *Società*, 2017, 1370-71 (peraltro, l'Autore afferma che un residuo elemento di rilevanza circa la natura della responsabilità potrebbe derivare dalla possibilità di esercitare l'azione di classe ai sensi dell'art. 140-bis, comma 2, lett. a) cod. cons.; tuttavia, la configurabilità dell'azione di classe ai sensi dell'art. 140-bis cod. cons. nel contesto della responsabilità da prospetto è stata esplicitamente esclusa da C. App. Firenze, Ord., 15 luglio 2014, in *Giur. it.*, 2015, 89, con nota di L. IACUMIN, *Azione di classe e tutela degli azionisti*, in *Giur. it.*, 2015, 91 ss.).

⁵⁵⁴ C. RUSSO, *Art. 94*, in *Commentario Tuf*, a cura di F. Vella, Torino, 2012, 899.

contrattuale, discendenti dal regolamento del mercato. Infatti, ai fini della registrazione come mercato di crescita, il sistema multilaterale deve richiedere all'emittente la pubblicazione di un documento di ammissione che permetta agli investitori di effettuare una scelta consapevole in merito all'investimento.⁵⁵⁵ Inoltre, il regolamento deve prevedere che il documento sia sottoposto ad un adeguato riesame⁵⁵⁶ rispetto a completezza, coerenza e comprensibilità.⁵⁵⁷ Ne consegue che il documento di ammissione, per quanto non sia un prospetto, è comunque la fonte principale delle informazioni per gli investitori per decidere se acquistare o meno i titoli offerti dall'emittente. Tale forma di comunicazione sociale, pertanto, non è esclusivamente volontaria, ma ha un fondamento normativo, per quanto indiretto.

Appare dunque plausibile ricondurre la responsabilità per le falsità o le omissioni presenti nel prospetto alla responsabilità extracontrattuale (derivante direttamente dall'art. 2043 c.c., e non dall'art. 1337 c.c.⁵⁵⁸), assimilabile a quella derivante dalle erroneità contenute nel bilancio d'esercizio e nelle comunicazioni sociali. La giurisprudenza ha avuto modo di chiarire in diverse occasioni che gli elementi costitutivi dell'illecito sono rappresentati dalla condotta decettiva dell'emittente rispetto al contenuto delle comunicazioni⁵⁵⁹, il nesso di causalità tra

⁵⁵⁵ Art. 69, comma 2, lett. c) t.u.f.; art. 78, par. 2, lett. c) reg. (UE) 565/2017.

⁵⁵⁶ Che non deve per forza spettare al gestore del mercato: infatti, nel contesto dell'AIM, Borsa Italiana non esamina il regolamento, ma il compito è delegato al Nomad.

⁵⁵⁷ Art. 78, par. 2, lett. f) reg. (UE) 565/2017.

⁵⁵⁸ Come ha chiarito la Suprema Corte proprio in materia di responsabilità da prospetto e di documenti d'offerta, infatti, la disciplina della responsabilità precontrattuale derivante dall'art. 1337 c.c. concerne i casi in cui sia configurabile una trattativa fra le parti, non presente nel caso dell'appello al pubblico risparmio, Cass. Civ., Sez. I, 11 giugno 2010, n. 14056, nt. 552. Qualora la responsabilità derivante dalle inesattezze del prospetto venisse qualificata come responsabilità precontrattuale, dovrebbe altresì discenderne la sua qualificazione come avente natura contrattuale, considerato il (condivisibile) recente *revirement* (per quanto non ancora consolidato) della giurisprudenza della Corte di Cassazione; si veda Cass. Civ., Sez. Un., 6 marzo 2015, n. 4628, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2015, 601 ss.; Cass., Civ., Sez. I, 12 luglio 2016, n. 14188, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2016, 1451 ss.; *contra*, qualifica ancora come extracontrattuale la responsabilità precontrattuale Cass. Civ., Sez. VI, ord. 3 ottobre 2019, n. 23738, in *Pluris*. Si vedano anche M. FRANZONI, *La responsabilità precontrattuale è, dunque, ... contrattuale*, in *Contr. impr.*, 2013, 283 ss.; G. VISINTINI, *Il dibattito sulla natura della responsabilità precontrattuale rivisitato alla luce della casistica*, in *Contr. impr.*, 2017, 335 ss.

⁵⁵⁹ La condotta decettiva potrà peraltro consistere in elementi non corrispondenti al vero oppure in omissioni rispetto a quanto richiesto dal regolamento del mercato e comunque rispetto a quanto sia necessario per evitare che le informazioni fornite non siano ingannevoli.

la condotta e la decisione di investimento ed il danno subito dall'investitore.⁵⁶⁰ Prima di analizzare le differenze rispetto alla disciplina legislativa per la responsabilità da prospetto bisogna sottolineare che uno degli elementi più problematici per stabilire la responsabilità per le falsità nelle comunicazioni sociali è la prova del nesso di causalità fra la decisione di investimento e la condotta illecita. Tuttavia, la questione non si presenta come particolarmente ardua nel caso che ci occupa, poichè il documento di ammissione previsto per i mercati di crescita è specificamente diretto a fornire le informazioni ai potenziali investitori.

La non completa sovrapposibilità fra la responsabilità da prospetto e da erronee comunicazioni sociali comporta alcune differenze rispetto alla tutela disponibile per gli investitori che abbiano acquistato i titoli facendo affidamento su di un prospetto o di un documento di offerta disciplinato dal regolamento del mercato. Mentre in entrambi i casi l'investitore dovrà provare di aver fatto affidamento sulla veridicità delle informazioni contenute nel documento ed il danno subito, sarà differente la ripartizione dell'onere probatorio rispetto alla diligenza per la redazione del documento. Nel caso del prospetto, infatti, sono i responsabili della sua redazione che, in caso di informazioni erronee od omissioni, devono provare di aver adottato ogni diligenza per assicurare che le informazioni fornite siano corrette.⁵⁶¹ Nel caso del documento d'offerta, invece, sarà il danneggiato a dover dimostrare la colpa o dolo per le informazioni erronee.

Per quanto riguarda il termine di prescrizione, lo stesso sarà di cinque anni e decorrerà dalla pubblicazione del documento di ammissione. Tuttavia, qualora l'investitore scopra la falsità delle informazioni in seguito, nel caso di pubblicazione di un prospetto lo stesso avrà due anni per esercitare l'azione. Nel caso invece del documento di ammissione, sarà necessario valutare se la scoperta successiva alla pubblicazione del prospetto degli elementi decettivi sia rilevante ai sensi dell'art. 2935 c.c., e quindi il termine di prescrizione cominci a decorrere dal momento della scoperta e non della pubblicazione, garantendo all'investitore un

⁵⁶⁰ Trib. Milano, Sez. Impr. B, 8 ottobre 2019, n. 9040, in *Giur. imprese*.

⁵⁶¹ Art. 94, comma 8 t.u.f.

lasso di tempo maggiore nel caso di documento d'offerta rispetto a quello di due anni previsto dal t.u.f. per il prospetto.

Infine, l'ultimo elemento di differenza riguarda i soggetti responsabili per i danni. Mentre questi sono individuati chiaramente dal t.u.f. per il prospetto⁵⁶², la responsabilità per le comunicazioni sociali decettive è in primo luogo in capo all'emittente.

Per quanto riguarda il documento di ammissione, la normativa europea afferma che la responsabilità per le affermazioni ivi contenute debba ricadere primariamente sull'emittente⁵⁶³, anche se il gestore del mercato di crescita deve stabilire che il documento sia sottoposto ad un adeguato riesame circa completezza, coerenza e comprensibilità.⁵⁶⁴ Di conseguenza, per quanto la normativa europea non escluda che il vaglio del documento di ammissione possa essere attribuito all'autorità nazionale di vigilanza⁵⁶⁵ o al gestore del mercato⁵⁶⁶, spetterà alla società di gestione del mercato decidere se richiedere che il vaglio del documento venga fatto da un soggetto terzo, oppure da soggetti interni all'organizzazione dell'emittente.⁵⁶⁷

Nel caso specifico dell'AIM Italia, il regolamento emittenti⁵⁶⁸ dispone che il nomad⁵⁶⁹ e gli amministratori dell'emittente dichiarino che il documento di ammissione è completo rispetto a quanto richiesto e che non contiene informazioni false o fuorvianti. Di conseguenza, sulla scorta di quanto previsto dalla disciplina europea, nomad e amministratori assumono nei confronti del pubblico la

⁵⁶² Art. 94, commi 8 e 9 t.u.f.

⁵⁶³ Considerando 113 del regolamento delegato (UE) 565/2017.

⁵⁶⁴ Art. 78, par. 2, lett. f) regolamento delegato (UE) 2017/565.

⁵⁶⁵ In questo caso, ovviamente, sarà necessaria una disposizione nella normativa nazionale, e non il semplice regolamento del mercato di crescita.

⁵⁶⁶ Considerando 113 regolamento delegato (UE) 2017/565; A. PERRONE, nt. 57, 258.

⁵⁶⁷ A. PERRONE, nt. 57, 259. Come sottolineato anche da Perrone, in entrambi i casi si applicherebbero le disposizioni nazionali relative alla responsabilità civile, A. PERRONE, nt. 57, 259.

⁵⁶⁸ Art. 5 reg. emittenti AIM Italia.

⁵⁶⁹ La scheda tre del regolamento nomad specifica nel dettaglio i tipi di controlli che il nomad deve effettuare per valutare l'appropriatezza dell'emittente per l'AIM Italia e per la completezza del documento di ammissione. Data la specifica professionalità del nomad, la profondità dei controlli che deve effettuare sulla situazione finanziaria, sul *business* e sullo statuto dell'emittente AIM Italia (che include la verifica circa lo svolgimento di un'adeguata attività di *due diligence*) è innegabile che la sua dichiarazione al pubblico circa la conformità del documento di ammissione sia idonea a generare nel pubblico un elevato livello di affidamento circa la veridicità delle informazioni contenute nel documento stesso.

responsabilità per quanto contenuto nel documento e possono essere ritenuti solidalmente responsabili con l'emittente per le eventuali informazioni decettive, qualora ricorrano altresì gli ulteriori elementi indicati in precedenza.

Oltre ad essere solidalmente responsabili con l'emittente ai sensi dell'art. 2043 c.c., gli amministratori potranno essere considerati responsabili ai sensi dell'art. 2395 c.c. per le informazioni contenute nel documento di ammissione. Tuttavia, tale responsabilità non deriva automaticamente dallo *status* di amministratore, ma il danneggiato dovrà dimostrare la condotta dolosa o colposa degli amministratori, il danno subito ed il nesso di causalità che connette non solo condotta e danno, ma anche il documento decettivo e l'affidamento che l'investitore ha riposto sullo stesso per la decisione di investimento.⁵⁷⁰ In base a questi parametri gli amministratori potranno essere ritenuti responsabili delle informazioni contenute nel documento di ammissione: gli stessi infatti preparano il documento (che ha una legittimazione legislativa, per quanto indiretta) e gli eventuali danni subiti dai terzi investitori che vi facciano affidamento non costituiscono danni riflessi di danni derivanti alla società.⁵⁷¹

4.3. Informazioni privilegiate e abusi di mercato

Per quanto riguarda la *disclosure* delle informazioni privilegiate⁵⁷² e la disciplina relativa agli abusi di mercato, le differenze fra gli emittenti quotati sui mercati di crescita e quelli regolamentati sono minori rispetto al regime del

⁵⁷⁰ Cass. Civ., Sez. I, 8 settembre 2015, n. 17794, in *Banca dati Pluris*. Relativamente alla responsabilità degli amministratori ai sensi dell'art. 2395 c.c. per le informazioni contenute nel bilancio d'esercizio si veda anche l'ampia disamina in Trib. Roma, Sez. 3, 5 giugno 2017, n. 11271, in *ilcaso.it*.

⁵⁷¹ Cfr. par. 4.2.5. per i precedenti giurisprudenziali in materia di responsabilità *ex art.* 2395 c.c. derivante da informazioni decettive contenute nel bilancio d'esercizio.

⁵⁷² L'obbligo di divulgazione delle informazioni privilegiate, detto anche obbligo di informazione continua, figura da tempo nella regolamentazione italiana ed europea dei mercati finanziari e rappresenta una differenza rispetto alla regolamentazione nordamericana, ove un obbligo strutturato in questa maniera non è presente, S. GILOTTA, *Le società quotate e l'informazione societaria*, in *Il testo unico finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, 1470. Per un'analisi della definizione di informazione privilegiata si veda S. SEMINARA, *L'informazione privilegiata*, in *Il testo unico finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, 2124.

prospetto. Infatti, secondo il regolamento sugli abusi di mercato⁵⁷³ gli emittenti che hanno chiesto o autorizzato l'ammissione dei propri titoli su di un sistema multilaterale di negoziazione⁵⁷⁴ sono tenuti a pubblicare le informazioni privilegiate che li riguardano.⁵⁷⁵ In questa specifica area, dunque, gli obblighi ed i doveri derivano direttamente dal regolamento europeo⁵⁷⁶, e non dal regolamento del mercato, per quanto il sistema multilaterale di negoziazione per poter ottenere la registrazione come mercato di crescita debba garantire che gli emittenti, le persone che esercitano responsabilità di direzione e le persone ad esse legate rispettino il regolamento sugli abusi di mercato.⁵⁷⁷

Per quanto questa disciplina garantisca un livello di informazione ai soci particolarmente elevato, essa pone a carico degli emittenti ingenti costi, che potrebbero scoraggiare la decisione di quotazione.⁵⁷⁸ A tal fine, il regolamento sugli abusi di mercato aveva previsto poche deroghe alla disciplina, invero piuttosto limitate, al fine di ridurre i costi di *compliance*. Tali deroghe sono state recentemente ampliate, per quanto continuino a non intaccare i costi relativi all'individuazione e comunicazione delle informazioni privilegiate.

È stato riconosciuto che gli emittenti quotati su di un mercato di crescita devono rispettare la maggior parte degli obblighi stabiliti dalla disciplina sugli abusi di mercato e beneficiano di poche semplificazioni rispetto alle società quotate su di un mercato regolamentato oppure agli emittenti i cui titoli sono ammessi alle

⁵⁷³ In realtà, l'Italia aveva già esteso un'ampia parte della disciplina sugli abusi di mercato anche agli emittenti i cui titoli erano ammessi alle negoziazioni su di un sistema multilaterale di negoziazione prima che il regolamento sugli abusi di mercato armonizzasse la disciplina a livello europeo; sul punto si veda P. MAGGINI, *L'estensione delle norme sugli abusi di mercato agli strumenti finanziari negoziati nei sistemi multilaterali di negoziazione*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 1014 ss.

⁵⁷⁴ Come abbiamo argomentato, la prima quotazione su di un mercato di crescita richiede sempre il consenso dell'emittente.

⁵⁷⁵ Art. 17, par. primo, comma 1 del regolamento (UE) 596/2014 relativo agli abusi di mercato, L 173/1 (d'ora in avanti reg. abusi di mercato).

⁵⁷⁶ A. PERRONE, nt. 57, 260.

⁵⁷⁷ Art. 69, comma 2, lett. e) t.u.f.

⁵⁷⁸ Il considerando 55 del regolamento sugli abusi di mercato aveva sottolineato come, sebbene la disciplina relativa alla diffusione delle informazioni privilegiate comportasse rilevanti oneri per gli emittenti ammessi sui mercati di crescita, questa fosse necessaria per assicurare la fiducia degli investitori.

negoziazioni su di un sistema multilaterale di negoziazione.⁵⁷⁹ Poiché l'omogeneità della disciplina scoraggerebbe i sistemi multilaterali a richiedere la registrazione come mercati di crescita, il legislatore europeo ha ritenuto di prevedere semplificazioni rispetto alla disciplina sugli abusi di mercato solo per gli emittenti quotati sui mercati di crescita e non anche sui sistemi multilaterali in generale.⁵⁸⁰ Le semplificazioni normative sono quindi utilizzate per raggiungere un doppio obiettivo: ridurre i costi per gli emittenti di minori dimensioni e promuovere la registrazione come mercati di crescita, compensando almeno in parte, con semplificazioni normative mirate⁵⁸¹, i maggiori costi che il ricorso a questi mercati comporta rispetto ai semplici sistemi multilaterali.

In primo luogo, quando il gestore del mercato di crescita lo consente, le informazioni privilegiate possono essere pubblicate sul sito internet della sede di negoziazione, invece che su quello dell'emittente.⁵⁸²

In secondo luogo, il regolamento europeo riduce gli oneri a carico degli emittenti nel caso in cui decidano di ritardare la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate. Gli emittenti (quotati sia su di un mercato regolamentato sia su di un mercato di crescita) possono ritardare la comunicazione qualora i loro interessi legittimi possano essere pregiudicati, il ritardo non rischi di fuorviare il pubblico e gli emittenti siano in grado di mantenere l'informazione confidenziale.⁵⁸³ Quando ritarda la comunicazione delle informazioni, l'emittente

⁵⁷⁹ Considerando n. 3 del regolamento (UE) 2019/2115.

⁵⁸⁰ Considerando n. 3 del regolamento (UE) 2019/2115, ove si afferma anche che «il ricorso ai mercati di crescita per le PMI dovrebbe essere promosso attivamente».

⁵⁸¹ È discutibile che questo secondo utilizzo delle semplificazioni normative sia coerente con il più generale scopo di favorire il ricorso delle società di minori dimensioni ai mercati dei capitali. È già stato ricostruito come alcuni semplici sistemi multilaterali svolgessero già una funzione di *listing*, a cui sono istituzionalmente deputati anche i mercati di crescita, il cui regolamento deve però rispettare le disposizioni europee. Se il legislatore ritiene che alcune disposizioni relative agli abusi di mercato possano essere rese meno onerose per gli emittenti di minori dimensioni, nell'ottica di favorire un generale ricorso ai mercati di capitali (piuttosto che solo ai mercati di crescita), potrebbe estendere queste deroghe anche agli emittenti ammessi sui semplici sistemi multilaterali.

⁵⁸² Art. 17, par. 9 reg. abusi di mercato.

⁵⁸³ Art. 17, par. 4 reg. abusi di mercato. Relativamente a come la fattispecie sia costruita dando prevalenza all'interesse del mercato piuttosto che alla riservatezza degli emittenti si vedano E. MACRÌ, *Informazioni privilegiate e disclosure*, Padova, 2008; R. LENER, *La diffusione delle informazioni price sensitive fra informazione societaria e informazione riservata*, in *Società*, 1999, 142 ss.

deve darne comunicazione all'autorità competente, spiegando in che modo siano soddisfatte le menzionate condizioni⁵⁸⁴; agli Stati membri è garantita la possibilità di derogare a questa disciplina, prevedendo che la spiegazione relativa al soddisfacimento delle condizioni per il ritardo sia presentata solo su richiesta dell'autorità (facoltà esercitata dal legislatore italiano rispetto a tutti gli emittenti⁵⁸⁵). Al fine di ridurre gli oneri amministrativi per le società quotate su di un mercato di crescita senza pregiudicare la capacità dell'autorità di esercitare le funzioni di vigilanza⁵⁸⁶ il regolamento (UE) 2019/2115 ha modificato, per i soli mercati di crescita⁵⁸⁷, il contenuto della comunicazione dovuta dagli emittenti all'autorità quando ritardino la comunicazione delle informazioni privilegiate.⁵⁸⁸ Fermo restando l'obbligo di notificare all'autorità il ritardo nella comunicazione delle informazioni privilegiate, gli emittenti quotati su di un mercato di crescita per le PMI sono tenuti a fornire la spiegazione all'autorità solamente su richiesta di questa. Inoltre, gli emittenti non sono tenuti a conservare una registrazione della spiegazione finché sono in grado di giustificare la decisione di ritardare.⁵⁸⁹ Questa semplificazione, nel contesto italiano, non apporta particolari vantaggi ai mercati di crescita poiché, come affermato precedentemente, il legislatore ha previsto una disciplina simile per tutti gli emittenti.⁵⁹⁰

È comunque dubbio che questa semplificazione sia realmente efficace nel rendere più attraenti i mercati di crescita. Infatti, per quanto la comunicazione all'autorità non debba contenere le motivazioni, le stesse devono essere fornite dietro richiesta e gli emittenti devono essere in grado di spiegare la decisione di ritardare. Di conseguenza, per quanto la redazione della comunicazione sia

⁵⁸⁴ Art. 17, par. 4 reg. abusi di mercato.

⁵⁸⁵ Art. 114, comma 3 t.u.f., che dispone che: «[g]li emittenti quotati, in caso di ritardo nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, trasmettono su successiva richiesta della Consob la documentazione comprovante l'assolvimento dell'obbligo previsto dall'articolo 17, paragrafo 4, del regolamento (UE) n. 596/2014 e dalle relative norme tecniche di attuazione».

⁵⁸⁶ Considerando n. 9 del regolamento (UE) 2019/2115.

⁵⁸⁷ Questa disposizione appare dunque intesa ad avvantaggiare i mercati di crescita rispetto ai mercati regolamentati ed i sistemi multilaterali di negoziazione.

⁵⁸⁸ Non sono pertanto stati modificati i casi in cui gli emittenti possono ritardare la comunicazione, che rimangono identici per tutti gli emittenti.

⁵⁸⁹ Art. 17, par. 4, comma 4 reg. abusi di mercato.

⁵⁹⁰ Cfr. nt. 585.

sicuramente meno onerosa, gli emittenti devono comunque essere in grado di articolare ed elaborare le ragioni che hanno condotto al ritardo nella comunicazione.

Infine, il regolamento (UE) 2115/2019 ha ampliato le deroghe in materia di tenuta dell'elenco delle persone con accesso ad informazioni riservate⁵⁹¹ (i c.d. registri *insider*⁵⁹²). Gli emittenti quotati sui mercati di crescita possono infatti inserire nei c.d. registri *insider* solamente le persone che in virtù della propria funzione o della propria posizione abbiano accesso *regolare* a informazioni privilegiate.⁵⁹³ Tali registri devono essere forniti appena possibile su richiesta dell'autorità di vigilanza.⁵⁹⁴ L'elaborazione del formato preciso dei registri è delegata all'Esma, con il vincolo che sia meno oneroso rispetto al formato previsto per la generalità degli emittenti.⁵⁹⁵ Rimane comunque possibile per i singoli Stati membri imporre agli emittenti quotati sui mercati di crescita nazionali il regime generale e più oneroso relativo ai registri *insider*.⁵⁹⁶

Questa modifica potrebbe effettivamente ridurre gli oneri regolamentari a carico degli emittenti quotati sui mercati di crescita. Infatti, mentre la costante mappatura dei soggetti che hanno accesso alle informazioni privilegiate garantita dai registri *insider* previsti per la generalità delle società agevola l'attività di vigilanza e ha una funzione dissuasiva rispetto ai soggetti ivi inseriti, questa

⁵⁹¹ La deroga per i mercati di crescita prevista inizialmente dal regolamento sugli abusi di mercato non riduceva significativamente i costi relativi alla tenuta dell'elenco; prevedeva l'art. 18, par. 6 reg. abusi di mercato: «Gli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione su un mercato di crescita per le PMI sono esentati dalla redazione di un elenco delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate se sono soddisfatte le condizioni seguenti:

a) l'emittente adotta ogni misura ragionevole per assicurare che tutte le persone aventi accesso a informazioni privilegiate prendano atto degli obblighi giuridici e regolamentari che ciò comporta e siano a conoscenza delle sanzioni applicabili in caso di abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate; e

b) l'emittente è in grado di fornire, su richiesta, all'autorità competente un elenco di persone aventi accesso a informazioni privilegiate». L'elenco doveva essere trasmesso secondo uno schema conforme al modello di cui all'allegato II del regolamento di esecuzione 2016/347.

⁵⁹² Sul tema in generale si veda E. PEDERZINI, *I registri delle persone che hanno accesso ad informazioni privilegiate*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2007, 994 ss.

⁵⁹³ Art. 18, par. 6, comma 1, reg. abusi di mercato come modificato dal regolamento (UE) 2019/2115.

⁵⁹⁴ Art. 18, par. 6, comma 3, reg. abusi di mercato come modificato dal regolamento (UE) 2019/2115.

⁵⁹⁵ Art. 18, par. 6, comma 4, reg. abusi di mercato come modificato dal regolamento (UE) 2019/2115.

⁵⁹⁶ Art. 18, par. 6, comma 2 reg. abusi di mercato come modificato dal regolamento (UE) 2019/2115.

comporta anche significativi oneri⁵⁹⁷, sicuramente ridotti dall'obbligo di includere nel registro solamente persone che abbiano regolarmente accesso ad informazioni privilegiate.⁵⁹⁸

Per quanto le semplificazioni previste per gli emittenti quotati sui mercati di crescita siano di limitata importanza, la modalità di regolamentazione è apprezzabile: la forma del regolamento, infatti, piuttosto che la delega al gestore del mercato, semplifica la disciplina nella misura in cui la rende omogenea per tutte le società e parifica la normativa a livello comunitario. Evita inoltre le difficoltà, interpretative ed applicative, derivanti dalla trasposizione di una disciplina prevista in via legislativa in testi aventi natura contrattuale.

4.4. L'informazione relativa alle partecipazioni rilevanti

Un elemento che caratterizza le società quotate sui mercati regolamentati consiste nella trasparenza, rispetto alla società ed al pubblico, riguardo a chi detiene partecipazioni nel capitale della società superiori ad una determinata soglia. Tali obblighi di *disclosure*, introdotti nel contesto italiano con l. 7 giugno 1974, n. 216⁵⁹⁹, sono stati armonizzati a livello europeo dalla prima direttiva sulla trasparenza⁶⁰⁰, poi modificata dalla seconda direttiva sulla trasparenza.⁶⁰¹ Sin dalla prima direttiva, l'ambito di applicazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti era circoscritto agli emittenti le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su di un mercato regolamentato⁶⁰² e l'art. 120 t.u.f. si applica solamente alle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani

⁵⁹⁷ S. GILOTTA, nt. 572,1539-40.

⁵⁹⁸ Tuttavia, la sostanziale differenza fra i registri insider previsti per gli emittenti quotati sui mercati di crescita e gli altri potrà essere valutata solo dopo l'emanazione delle norme tecniche di attuazione.

⁵⁹⁹ Secondo Tucci: «la disciplina delle partecipazioni rilevanti e di quelle reciproche può dirsi una costante dello statuto della società quotata, nella nostra esperienza giuridica, a far data dalla l. 216/1974», A. TUCCI, *Gli assetti proprietari delle società quotate*, in *Il testo unico finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, 1542.

⁶⁰⁰ Direttiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio l 15 dicembre 2004, L 390/38.

⁶⁰¹ Direttiva 2013/50/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2013, L 294/13; tale direttiva è stata implementata nell'ordinamento italiano dal d.l. 24 giugno 2014, n. 91.

⁶⁰² Art. 9, par. 1 della prima direttiva sulla trasparenza. Tale disposizione non è stata modificata dalla seconda direttiva sulla trasparenza.

o di altri paesi dell'Unione Europea⁶⁰³: è pertanto evidente che la disciplina relativa alla trasparenza degli assetti societari non si applica alle società con azioni quotate su di un mercato di crescita. Inoltre, né l'art. 69 t.u.f., né il regolamento delegato (UE) 2017/565 dispongono che il regolamento del sistema multilaterale debba prevedere requisiti di trasparenza degli assetti azionari come condizione per la registrazione del sistema come mercato di crescita per le PMI.

Ciò nonostante, il regolamento dell'AIM Italia ha previsto, tramite una serie intricata di disposizioni, che gli obblighi di trasparenza rispetto alle partecipazioni azionarie si applichino anche alle società ivi quotate. È necessario specificare che, anche in vista della mancanza di “copertura” da parte dell'art. 69 t.u.f.⁶⁰⁴, bisogna valutare la legittimità delle disposizioni del regolamento del mercato e delle clausole statutarie che lo recepiscono secondo le norme ordinarie di diritto societario.

L'art. 17 del regolamento emittenti AIM prevede che l'emittente AIM debba comunicare⁶⁰⁵ senza indugio e mettere a disposizione del pubblico⁶⁰⁶ qualunque cambiamento comunicato dagli azionisti significativi, fornendo le informazioni indicate dalla scheda 5 allegata al regolamento.⁶⁰⁷ Poiché nessuna disposizione vincola gli azionisti a comunicare il cambiamento sostanziale delle partecipazioni, il regolamento emittenti AIM dispone che «[a] fine di rispettare le disposizioni in

⁶⁰³ Art. 119 t.u.f.

⁶⁰⁴ Come argomentato, è infatti possibile derogare alle disposizioni di diritto societario ordinarie nella misura in cui il regolamento del mercato abbia “una copertura legislativa”: nel caso dei mercati di crescita per le PMI, questa copertura può derivare dai requisiti previsti in sede europea e nazionale affinché un sistema multilaterale sia registrato come mercato di crescita per le PMI.

⁶⁰⁵ Il glossario del regolamento emittenti AIM prevede che per comunicazione si intende «l'invio di un annuncio tramite uno SDIR per la diffusione al pubblico».

⁶⁰⁶ Tale comunicazione deve avvenire ai sensi dell'art. 26 del regolamento emittenti AIM, cioè tramite il sito internet.

⁶⁰⁷ La scheda 5 dispone che: «In applicazione del disposto dell'articolo 17, l'emittente AIM Italia comunica al pubblico i seguenti fatti o situazioni:

- (a) identità degli azionisti significativi coinvolti;
- (b) data in cui l'emittente AIM Italia è stato informato;
- (c) data in cui è avvenuto il cambiamento sostanziale delle partecipazioni;
- (d) natura ed entità della partecipazione dell'azionista significativo nell'operazione; nelle ipotesi di emissione di azioni a voto plurimo, il numero di diritti di voto e il numero di azioni ordinarie detenute.

(e) laddove il comunicato riguarda un prodotto finanziario collegato, informazioni dettagliate della natura di tali esposizioni.»

tema di informativa sui cambiamenti sostanziali, l'emittente AIM Italia deve assicurarsi, per quanto possibile, che gli azionisti significativi comunichino ogni cambiamento sostanziale della loro partecipazione azionaria nei medesimi termini di cui alla disciplina sulla Trasparenza».⁶⁰⁸ Sebbene non sia richiesto espressamente⁶⁰⁹, la clausola di fatto impone alle società di prevedere nei propri statuti una clausola che richiami la disciplina legislativa in materia di comunicazione delle partecipazioni rilevanti.⁶¹⁰ D'altra parte, come già altrove rilevato, è necessaria una disposizione statutaria per vincolare direttamente gli azionisti, che non sono parte del contratto fra la società quotata e la società di gestione del mercato.

Mentre queste clausole del regolamento emittenti definiscono gli obblighi di comunicazione della società e, in via mediata, quelli degli azionisti, il contenuto sostanziale delle comunicazioni è contenuto nel glossario del regolamento. In particolare, la lettura congiunta delle definizioni dei termini⁶¹¹ a cui è attribuito un significato specifico e delle disposizioni del regolamento emittenti AIM permette di ricostruire la disciplina nei termini seguenti. Gli azionisti che detengono il 5% o più di una categoria di strumenti finanziari quotati sull'AIM devono comunicare, secondo quanto previsto dalla disciplina sulla trasparenza di cui al t.u.f. ed al regolamento emittenti Consob, il raggiungimento o il superamento delle soglie del 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66,6% e 90% di una categoria di strumenti finanziari AIM Italia ai sensi del regime per le partecipazioni rilevanti di cui al t.u.f.

Le modalità di calcolo delle soglie non sembrano tuttavia poter essere determinate esclusivamente sulla base della disciplina legislativa. Infatti, il t.u.f. prevede che le partecipazioni rilevanti debbano essere calcolate sulla base del capitale sociale e che per capitale sociale si deve intendere quello rappresentato da

⁶⁰⁸ Art. 17, lett. e) linee guida reg. emittenti AIM.

⁶⁰⁹ Il regolamento emittenti non prevede un modello di clausola da inserire negli statuti, come previsto dalla scheda sei allegata al reg. emittenti AIM per l'o.p.a. obbligatoria.

⁶¹⁰ Gli statuti delle società quotate hanno infatti previsto tali obblighi di comunicazione per gli azionisti.

⁶¹¹ I termini rilevanti ai sensi dell'art. 17 delle linee guida del regolamento emittenti AIM sono «azionista significativo», «cambiamento sostanziale», «comunicazione» e «disciplina sulla Trasparenza» e «partecipazione».

azioni con diritto di voto.⁶¹² Invece, il glossario del regolamento emittenti AIM⁶¹³ sembra effettuare una distinzione fra le modalità di calcolo delle partecipazioni per individuare chi sia azionista significativo ed i cambiamenti sostanziali. Infatti, quantomeno per individuare chi siano gli azionisti significativi da parte dei quali sono dovute le comunicazioni, le soglie vanno calcolate in base alla percentuale di strumenti finanziari detenuti rispetto agli strumenti finanziari quotati.⁶¹⁴ Al contrario, la definizione di «cambiamento sostanziale» all'avvenimento del quale sono dovute le comunicazioni rimanda *in toto* alla disciplina del t.u.f., lasciando dunque intendere che le modificazioni delle partecipazioni significative debbano essere calcolate secondo la disciplina legislativa. Sussiste dunque uno iato fra le modalità di calcolo della partecipazione dell'azionista significativo e dei cambiamenti sostanziali nelle partecipazioni che danno luogo alle comunicazioni - che peraltro potrebbe essere direttamente risolto dagli statuti delle società ammesse alla negoziazione con la redazione della clausola che vincola gli azionisti a comunicare i cambiamenti sostanziali delle partecipazioni.

Peraltro, le modalità di calcolo dell'azionista significativo, discostandosi dalla disciplina del t.u.f., che mira a far scattare le comunicazioni in modo da rendere palesi le reali posizioni di potere che possono essere espresse tramite l'esercizio del diritto di voto, non solo appare contraddittoria, ma è difficile da armonizzare con gli obblighi di comunicazione dei cambiamenti sostanziali che invece sembrano riferirsi completamente alla disciplina del testo unico.⁶¹⁵

⁶¹² Art. 120, comma primo t.u.f.

⁶¹³ In particolare, secondo le definizioni di «azionista significativo».

⁶¹⁴ La formulazione testuale della clausola è estremamente infelice e, per poter ricostruire il suo esatto significato, è necessario ricostruire il testo sulla base di differenti definizioni del glossario. Infatti, gli obblighi di comunicazione sono dovuti dall'«azionista significativo» definito come «un azionista al 5% o più in una categoria di strumenti finanziari AIM». Sebbene la definizione sembri poter comparare due termini potenzialmente differenti (azioni e strumenti finanziari AIM), la definizione di «azionista» data nel glossario in realtà li riconcilia; l'«azionista» è infatti definito come «il soggetto che possiede, direttamente o indirettamente, uno strumento finanziario emesso da un emittente AIM Italia». Fra l'altro, come è evidente anche dalla definizione di «strumenti finanziari AIM Italia», gli strumenti finanziari possono essere anche privi del diritto di voto. Ne consegue che le partecipazioni rilevanti sulla base delle quali un azionista possa essere definito come significativo sembrerebbero poter essere calcolate anche sulla base di azioni prive del diritto di voto, contrariamente a quanto previsto dall'art. 120 t.u.f.

⁶¹⁵ Questa differenza crea peraltro delle ingiustificate e non necessarie complessità applicative. Non sussistono infatti ragioni per calcolare in maniera differente chi sia un azionista significativo e

Infine, le modalità di calcolo delle partecipazioni degli azionisti significativi sono più onerose rispetto a quelle del t.u.f.: questo potrebbe comportare, da un lato, l'illegittimità del provvedimento di registrazione del sistema multilaterale come mercato di crescita e, dall'altro lato, l'invalidità (di diritto civile) del regolamento del mercato stesso⁶¹⁶, nella misura in cui la clausola del regolamento si pone in contrasto con il principio, affermato più volte nei regolamenti europei, che le norme per le società ammesse su di un mercato di crescita non possono essere più onerose rispetto a quelle previste per un mercato regolamentato. Pare dunque opportuno ridurre la portata della definizione di «azionista significativo» e calcolare le partecipazioni degli azionisti ai fini delle comunicazioni dei cambiamenti sostanziali facendo esclusivo riferimento a quanto previsto dalla disciplina del t.u.f.

Le definizioni di «azionista significativo» e «disciplina sulla trasparenza», inoltre, chiariscono che, nel caso in cui la società abbia emesso azioni a voto plurimo, i cambiamenti sostanziali che fanno scattare l'obbligo di comunicazione devono essere calcolati sia in base al numero dei diritti di voto, sia in base alle azioni ordinarie detenute.⁶¹⁷ Anche in questo caso, la disciplina del regolamento emittenti AIM si discosta parzialmente da quella del t.u.f., che prevede che, nel caso di azioni a voto multiplo o maggiorazione del voto, per partecipazioni si intendano il numero dei diritti di voto⁶¹⁸ e che per capitale sociale si intenda il numero complessivo dei diritti di voto.⁶¹⁹ La conseguenza di queste definizioni è che le comunicazioni saranno dovute solamente al superamento delle soglie misurate in base ai diritti di voto e non anche in base al numero delle percentuali del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto. Anche in questo caso, dunque, il regolamento emittenti AIM Italia sembrerebbe prevedere una disciplina più onerosa

le variazioni nelle partecipazioni che danno luogo a un cambiamento sostanziale che impone le ulteriori comunicazioni.

⁶¹⁶ Il regolamento del mercato del sistema multilaterale non è infatti soggetto all'approvazione dell'autorità di vigilanza.

⁶¹⁷ La formula non è felicissima e sembra discostarsi da quanto previsto dal t.u.f. per le società quotate su mercati regolamentati; dispone infatti l'art. 120, comma primo t.u.f.: «[n]elle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, per capitale si intende il numero complessivo dei diritti di voto».

⁶¹⁸ Art. 118, comma 3-*bis* reg. emittenti Consob.

⁶¹⁹ Art. 116-*terdecies*, comma primo, lett. c) reg. emittenti Consob.

di quella prevista per le società quotate su mercati regolamentati e potrebbe dunque esporsi ai medesimi rilievi già individuati precedentemente.

Chiarito pertanto quale sia il contenuto degli obblighi di comunicazione, bisogna interrogarsi riguardo alla legittimità della disciplina che il regolamento emittenti dell'AIM impone alle società di adottare in via statutaria. Infatti, la presente disciplina non presenta neppure quella “copertura” fornita dalla specificazione dei requisiti che il regolamento del sistema multilaterale deve prevedere per poter essere registrato come mercato di crescita. La clausola statutaria che richiede agli azionisti di comunicare alla società le partecipazioni rilevanti secondo quanto previsto dalla disciplina sulla trasparenza è sicuramente una clausola atipica, della cui legittimità non pare però potersi dubitare. La clausola, infatti, impone agli azionisti un obbligo di comunicazione che non è estraneo al diritto societario, né tanto meno al diritto dei mercati finanziari. Allo stesso modo, non è estraneo al sistema di diritto societario, anche delle società non quotate, dare rilevanza alla posizione del singolo socio, ed alla partecipazione da questo detenuta per calibrare i suoi diritti. La clausola sostanzialmente costituisce dei tetti di voto – stabiliti alle varie soglie di partecipazione – condizionati alla mancata comunicazione alla società del raggiungimento della soglia. Mentre della legittimità dei tetti di voto, peraltro previsti in misura identica per tutti gli azionisti⁶²⁰, non si può dubitare⁶²¹, non pare potersi neppure dubitare della legittimità dell'operatività del tetto alla condizione che non siano state effettuate le comunicazioni richieste dallo statuto. Non sussistono infatti elementi per ritenere che tale clausola atipica si ponga in contrasto con principi che regolano la materia. Peraltro, la condizione opera in questo caso in maniera differente rispetto al caso delle azioni a voto condizionato: mentre in quel caso il diritto di voto viene attribuito ad una determinata categoria di azioni⁶²² solamente al verificarsi di determinate condizioni

⁶²⁰ E per un'analisi delle diverse modalità in cui i tetti di voto possono essere architettati si veda G. RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, in *Riv. dir. soc.*, 2016, I, 294 ss.

⁶²¹ La legittimità di tali clausole è prevista espressamente dall'art. 2351, comma terzo c.c.

⁶²² In questo caso il tetto di voto condizionato non comporta la costituzione di una particolare categoria di azioni, ma vale per tutte le azioni indistintamente.

non meramente potestative⁶²³, in questo caso non è il diritto di voto ad essere condizionato, ma il tetto che attribuisce un limite allo stesso opera solo ove non vengano effettuate le comunicazioni prescritte.

4.5. Relazione finanziaria

Infine, la disciplina dell'informazione è completata dall'obbligo di redigere la relazione finanziaria semestrale, derivante dal regolamento del mercato. Infatti, l'art. 78, par. 2, lett. g) prevede che, per poter ottenere la registrazione come mercato di crescita, il sistema multilaterale debba prevedere l'obbligo di redigere una relazione finanziaria annuale entro sei mesi dal termine dell'esercizio e una relazione finanziaria semestrale entro il termine di quattro mesi dal primo semestre dell'anno. Il regolamento emittenti dell'AIM Italia⁶²⁴ ha previsto che la relazione finanziaria semestrale debba essere messa a disposizione del pubblico entro tre mesi dal termine rilevante e che debba contenere lo stato patrimoniale, il conto economico ed il rendiconto finanziario. Non è invece previsto che essa debba essere accompagnata dalla relazione sulla gestione e la sua sottoposizione a revisione legale è opzionale.⁶²⁵ La relazione annuale, invece, può essere redatta secondo i principi contabili italiani, internazionali o gli US generally accepted accounting principles, ma deve essere sottoposta a revisione legale.

Al fine di non creare disparità con gli emittenti di strumenti finanziari non di capitale ammessi alle negoziazioni su mercati regolamentati⁶²⁶, il regolamento delegato (UE) 2019/1011 ha previsto che il gestore del mercato di crescita possa esentare gli emittenti di strumenti finanziari non di capitale dalla redazione della relazione semestrale e che l'autorità di vigilanza non possa negare la registrazione a causa di tale esenzione.

⁶²³ In questo caso la comunicazione del superamento della soglia, che inibisce l'operatività del tetto, pare invece essere meramente potestativa.

⁶²⁴ Artt. 18 e 19 regolamento emittenti AIM.

⁶²⁵ Fermo restando che qualora la relazione sia sottoposta a revisione, la relazione del revisore deve essere pubblicata, art. 18 regolamento emittenti AIM.

⁶²⁶ Considerando n. 4 del regolamento delegato (UE) 2019/1011.

4.6. Conclusioni

La disciplina dell'informazione per gli emittenti quotati sui mercati di crescita è estremamente frammentata ed intricata: fonti regolamentari europee si intrecciano al regolamento del mercato, generando disparità di trattamento, ambiguità interpretative e potenziali difficoltà che non giovano alla comprensione ed alla chiarezza degli obblighi.

Queste difficoltà dipendono certamente in misura preponderante dal difficile equilibrio ricercato dal legislatore europeo rispetto a due diverse esigenze: fornire informazioni agli investitori, in modo da garantire che i mercati possano svolgere una adeguata funzione di *listing* rispetto a società i cui titoli si spera possano divenire liquidi e diffusi, e snellire gli oneri regolamentari in capo agli emittenti, in modo da favorire le quotazioni. Mentre questi due obiettivi sono per loro natura in parte contrastanti, è stato argomentato che un regime più omogeneo a livello europeo che non deleghi al regolamento del mercato parte della disciplina sarebbe auspicabile. È infatti dubbio che i benefici derivanti dalla maggior flessibilità derivante dalla delega (obbligatoria per poter ottenere la registrazione come mercato di crescita) superino gli effetti negativi di una disciplina a tratti oscura ed ambigua.

CAPITOLO QUINTO

LA DISCIPLINA DELL'O.P.A. OBBLIGATORIA STATUTARIA *

SOMMARIO: 5.1. Introduzione. – 5.2. Le norme applicabili alle società quotate sull'AIM Italia. – 5.3. La previsione dell'o.p.a. obbligatoria nel regolamento emittenti di Borsa Italiana. – 5.4. Le ragioni della clausola. – 5.5. L'obbligo di o.p.a. statutario. – 5.5.1. L'introduzione della clausola ed il diritto di recesso. – 5.6. La proposizione dell'offerta ed il procedimento d'offerta. – 5.6.1. La mancata proposizione dell'offerta e la sterilizzazione del voto. – 5.6.2. L'accertamento del superamento della soglia e la sospensione del diritto di voto. – 5.7. L'"autorità" di supervisione dell'offerta: il Panel. – 5.7.1. I poteri di amministrazione dell'offerta. – 5.7.2. Il Panel come "consulente". – 5.7.3. Il Panel come giudice delle controversie. – 5.8. Conclusioni.

5.1. Introduzione

La disciplina dell'o.p.a. obbligatoria è una pietra miliare per la regolamentazione delle acquisizioni delle società quotate sia nel diritto europeo, sia in quello italiano. Tutta la direttiva o.p.a.⁶²⁷ si applica solamente alle offerte relative alle società che abbiano titoli ammessi alla negoziazione su di un mercato regolamentato⁶²⁸, mentre l'art. 105, comma primo t.u.f. prevede che l'istituto dell'o.p.a. obbligatoria si applichi «alle società italiane con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani»⁶²⁹. Ne consegue che le società con

* Il capitolo quinto riprende e sviluppa, con alcuni aggiornamenti e modificazioni, quanto sostenuto in F. FORNASARI, *L'o.p.a. obbligatoria per le società ammesse all'AIM Italia*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 63 ss.

⁶²⁷ Direttiva 2004/25/CE, pubblicata in G.U.U.E. n. L 142, 30 aprile 2004.

⁶²⁸ Art. 1, comma primo: «La presente direttiva stabilisce misure di coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari, amministrative, dei codici di condotta e degli altri regimi degli Stati membri, ivi compresi quelli stabiliti da organismi ufficialmente preposti alla regolamentazione dei mercati (in seguito «norme»), riguardanti le offerte pubbliche di acquisto di titoli di una società di diritto di uno Stato membro, quando una parte o la totalità di detti titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato ai sensi della direttiva 93/22/CEE del Consiglio (3), in uno o più Stati membri (in seguito «mercato regolamentato»)».

⁶²⁹ Tuttavia, non vi è assoluta simmetria fra il perimetro di applicazione della direttiva o.p.a. e della normativa italiana. Infatti, la direttiva o.p.a. riguarda le offerte «rivolte ai possessori dei titoli di una società per acquistare la totalità o una parte di tali titoli [...] a condizione che siano successive o strumentali all'acquisto del controllo secondo il diritto della società emittente» (art. 2, par. 1, lett. a)); al contrario il diritto italiano prevede limiti qualitativi e quantitativi per l'applicazione della disciplina sulle o.p.a. Inoltre, il t.u.f. subordina l'applicazione di determinate disposizioni allo *status* di società quotata su di un mercato regolamentato, e non tutta la disciplina. Sulla trasposizione della

titoli quotati su di un sistema multilaterale di negoziazione, ed i loro azionisti di controllo, non sono soggetti alla disciplina dell'o.p.a. obbligatoria.

Nonostante queste disposizioni, non sussiste una differenza ontologica⁶³⁰ fra le (supposte) esigenze di protezione degli azionisti di minoranza di una società quotata in un mercato regolamentato od in un sistema multilaterale di negoziazione⁶³¹ che renda l'o.p.a. obbligatoria superflua o irrilevante rispetto a queste ultime. Questa affermazione è suffragata dal raffronto con le previsioni normative di altri Stati europei. Per esempio, il UK Takeover Code si applica integralmente, e quindi anche nelle sue disposizioni relative all'o.p.a. obbligatoria⁶³², alle società i cui strumenti finanziari siano ammessi alla negoziazione su di un sistema multilaterale di negoziazione⁶³³. L'art. L 433-3 II del Code monétaire et financier francese prevede che la disciplina dell'o.p.a. obbligatoria si applichi qualora venga superata la soglia dei cinque decimi del capitale o dei diritti di voto in una società le cui azioni siano ammesse su di un mercato per la negoziazione di strumenti finanziari che non costituisce un mercato regolamentato.

Per quanto l'o.p.a. obbligatoria prevista dagli artt. 106 ss. t.u.f. non si applichi direttamente alle società i cui strumenti finanziari siano ammessi alla negoziazione su di un sistema multilaterale di negoziazione, il regolamento emittenti di Borsa Italiana⁶³⁴ per l'AIM Italia⁶³⁵ (in seguito, r.e. AIM) ha disposto che, per essere

direttiva o.p.a. nel diritto italiano si veda F. M. MUCCIARELLI, *L'attuazione della direttiva o.p.a. nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 448 ss.

⁶³⁰ Sostengono che non sussista una differenza ontologica fra sistemi multilaterali di negoziazione e mercati regolamentati N. BANCHELLI-M. SCIARRA, *La disciplina dei mercati*, in *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di E. Galanti, Padova, Cedam, 2008, 1083.

⁶³¹ Per quanto la gestione di un sistema multilaterale di negoziazione costituisca un servizio d'investimento, tale attività e quella di gestione di un mercato regolamentato, nei fatti, presentano diversi elementi di vicinanza; CONSOB, *Mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia*, 5 giugno 2014, disponibile all'indirizzo www.consob.it, 7.

⁶³² *Rule 9* del UK Takeover Code.

⁶³³ Par. 3(a) *Introduction* del UK Takeover Code. Come si argomenterà nel prosieguo, l'AIM UK, il principale sistema multilaterale di negoziazione britannico per le azioni, è servito da modello per la regolamentazione dell'AIM Italia.

⁶³⁴ Per una ricostruzione della natura privatistica del regolamento del mercato cfr. nt. 326.

⁶³⁵ L'AIM Italia è il principale sistema multilaterale di negoziazione italiano per le azioni. A partire da gennaio 2018, AIM Italia è stato registrato come mercato di crescita per le PMI ai sensi dell'art. 62 t.u.f.

ammessi alle negoziazioni, gli emittenti debbano prevedere nel proprio statuto una clausola che renda applicabili tramite richiamo alcune disposizioni della disciplina dell'o.p.a. obbligatoria, e, segnatamente, l'art. 106 e l'art. 109 t.u.f. Tale previsione, a parte l'indubbia originalità, suscita interessanti problematiche dal punto di vista della tecnica normativa, della politica del diritto, dell'applicazione e dell'implementazione di una disciplina legislativa tramite contratto. L'ultimo aspetto è particolarmente rilevante anche alla luce del ruolo che svolge la Consob nel processo d'offerta regolato dal t.u.f. e che non può essere chiamata a svolgere dagli statuti societari⁶³⁶.

Infine, la disciplina dell'o.p.a. obbligatoria prevista dal r.e. AIM rappresenta probabilmente l'elemento di maggior rilevanza previsto in via autonoma dal regolamento del mercato e non richiesto dalla disciplina europea per la registrazione del sistema multilaterale come mercato di crescita.

Per quanto di grande rilevanza, è stata solo marginalmente trattata dalla dottrina⁶³⁷, probabilmente a causa della sua recente introduzione, del fatto che il numero delle società ammesse all'AIM Italia è divenuto rilevante soltanto negli ultimissimi anni e che le prime o.p.a. obbligatorie per le società ammesse all'AIM Italia si sono svolte nel 2015.

Ai fini della trattazione del tema è innanzi tutto necessario specificare quali norme relative alle offerte pubbliche di acquisto siano applicabili alle società quotate sull'AIM Italia, delineare la struttura dell'o.p.a. obbligatoria endosocietaria come prevista dal r.e. AIM e discutere le ragioni del recepimento di tale disciplina. In seguito, si analizzeranno i profili applicativi di tali disposizioni: la liceità della

⁶³⁶ Uno statuto non può prevedere in maniera valida e vincolante che la società sia soggetta alla vigilanza della Consob.

⁶³⁷ L'o.p.a. obbligatoria come prevista dal r.e. emittenti AIM Italia è affrontata direttamente solo da A. TRISCORNIA, *Il "gioco dell'OPA" all'AIM*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, 797 ss. Il tema dell'o.p.a. obbligatoria endosocietaria, ma non dell'o.p.a. endosocietaria come prevista dal r.e. AIM di Borsa Italiana, è stato trattato in dottrina da G. D'ATTORRE, *Opa obbligatoria statutaria e sospensione del diritto di voto*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 679 ss., E. PEDERZINI, *Profili contrattuali delle offerte pubbliche di acquisto*, Milano, Giuffrè, 2004, 77 ss. È stato invece accennato da C. MOSCA, *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell'obbligo di opa. (Note a margine del caso Sai-Fondiaria)*, in *Riv. soc.*, 2007, 1349 ss.; ID., *Autonomia statutaria e disciplina dell'opa obbligatoria: il caso BioXell S.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2006, 1179 ss.

clausola, l'introduzione della clausola e la spettanza del diritto di recesso, la proposizione ed il procedimento d'offerta, la mancata proposizione dell'o.p.a. e la sterilizzazione del voto e l'accertamento del superamento della soglia e della sospensione del diritto di voto. L'analisi si concentrerà dunque sull'autorità di supervisione dell'offerta, considerando le sue funzioni consultive, "amministrative" e "giurisdizionali". Seguono le conclusioni.

5.2. Le norme applicabili alle società quotate sull'AIM Italia

Come è stato fatto anche per altre questioni nel presente lavoro, è preliminarmente necessario accertare quali norme del t.u.f. sulle o.p.a. siano potenzialmente applicabili agli emittenti quotati sull'AIM, al fine di comprendere come il regolamento del mercato si intrecci con le norme primarie e secondarie.

In via generale, l'art. 1, comma 1, lett. v) t.u.f. prevede che un'o.p.a. sia «ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 1, lettere b) e c)». Ai fini dell'applicazione della normativa sull'o.p.a. il t.u.f. stabilisce un requisito qualitativo ed uno quantitativo, che devono sussistere congiuntamente: l'offerta deve avere ad oggetto prodotti finanziari, essere rivolta ad almeno 150 soggetti⁶³⁸ e prevedere un corrispettivo totale almeno pari a 5.000.000 di euro⁶³⁹. La natura di società quotata o meno non è dunque rilevante né indispensabile per l'applicazione della disciplina generale delle o.p.a.⁶⁴⁰

Al contrario, lo *status* di società quotata su un mercato regolamentato è rilevante⁶⁴¹ sia per l'applicazione della regola di neutralità, prevista dall'art. 104 t.u.f., che per l'applicazione delle norme della parte IV, titolo II, sezione II del t.u.f.

⁶³⁸ Art. 34-ter, comma primo, lett. a) Regolamento Emittenti emanato dalla Consob.

⁶³⁹ Art. 34-ter, comma primo, lett. c) Regolamento Emittenti emanato dalla Consob.

⁶⁴⁰ Naturalmente, dati i requisiti di applicazione generale della disciplina, non è frequentissimo che questa si applichi alle società non quotate.

⁶⁴¹ F.M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da R. Costi, Torino, Giappichelli, 2014, 44-5.

Infatti, «salvo quanto previsto dall'articolo 101-ter⁶⁴², le disposizioni della presente sezione si applicano alle società italiane con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani»⁶⁴³. Di conseguenza le norme sull'o.p.a. obbligatoria, sull'o.p.a. parziale preventiva, sul diritto e l'obbligo di acquisto non si applicano alle società che non siano anche quotate su un mercato regolamentato e, quindi, che siano quotate solamente sull'AIM.

5.3. La previsione dell'o.p.a. obbligatoria nel regolamento emittenti di Borsa Italiana

Con l'avviso n. 1951 dell'8 febbraio 2012, Borsa Italiana ha comunicato l'entrata in vigore della disciplina del nuovo AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale⁶⁴⁴, che, come si legge nell'avviso stesso, era indirizzata principalmente alla creazione di un mercato che rispondesse alle esigenze delle piccole e medie imprese. Nell'elaborazione dei diversi regolamenti per l'AIM un ruolo consultivo fondamentale è stato giocato dall'Advisory Board⁶⁴⁵, un organo rappresentativo "dell'industria finanziaria" italiana⁶⁴⁶, il quale ha affermato che: «l'accesso del retail al mercato, al pari dell'esigenza di attrarre investitori istituzionali, ha indotto l'Advisory Board a considerare cruciale l'introduzione di una clausola di offerta

⁶⁴² Relativo all'autorità di vigilanza competente per la supervisione dell'offerta ed al diritto applicabile.

⁶⁴³ Art. 105, comma primo t.u.f.

⁶⁴⁴ Il "nuovo" sistema multilaterale di negoziazione nasceva dall'accorpamento dei mercati AIM Italia e MAC.

⁶⁴⁵ L'attività dell'Advisory Board, d'altra parte, non è terminata con l'elaborazione delle regole per il funzionamento del "nuovo" AIM Italia fra il 2010 ed il 2012. Al contrario, il ruolo dell'Advisory Board quale collaboratore di Borsa Italiana nella definizione dei programmi generali e delle strategie di sviluppo del mercato è "istituzionalizzato" dall'art. 4 delle Disposizioni generali dell'AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale. L'Advisory Board, infatti, «esprime il proprio parere, obbligatorio ma non vincolante, sulle proposte di modifica al Regolamento Emittenti e Nominated Adviser e sulle disposizioni in tema di accesso al mercato secondario e funzionamento del mercato».

⁶⁴⁶ Come si legge nel comunicato stampa di Borsa Italiana del 20 ottobre 2010 (reperibile sul sito www.borsaitaliana.it), al momento dell'elaborazione della nuova disciplina l'Advisory Board era presieduto da Vincenzo Boccia e composto da «Gioacchino Attanzio – AIDAF; Vincenzo Boccia – Confindustria; Carmine Di Noia – Assonime; Marco Fumagalli – Centrobanca; Duccio Galletti – Banca Akros; Anna Gervasoni – AIFI; Gianluigi Gugliotta – Assosim; Roberto Magnoni – Intermonte Sim; Carmine Mancini – MPS Capital Services; Andrea Mayr – Banca IMI; Roberto Rati – Unicredit Corporate Banking; Alessandro Rota – Assogestioni; David Sabatini – ABI; Andrea Vismara – Equita Sim; Marco Zanchi – UGF Merchant.»

pubblica di acquisto endosocietaria⁶⁴⁷ come requisito di ammissione dell'emittente». ⁶⁴⁸ Al momento in cui si scrive, il modello di clausola previsto dall'AIM è in corso di cambiamento. Infatti, nel corso dell'estate 2020, tramite avviso 17857 del 6 luglio 2020, Borsa Italiana ha apportato alcune modifiche al modello di clausola che al regolamento emittenti. Le modifiche non intendono alterare la sostanza della disciplina, ma migliorarla e renderla più efficace, intervenendo sulla formulazione della clausola, anche sulla scorta di diversi rilievi critici sollevati dalla dottrina riguardo a determinate scelte di redazione. Tuttavia, le nuove disposizioni “entreranno in vigore” nel corso del tempo: «Gli emittenti AIM Italia già quotati devono adeguarsi alle nuove disposizioni entro il 30 giugno 2021. Per le nuove ammissioni, tali disposizioni si applicano per le società che presentano domanda di ammissione a far data dal 16 settembre 2020. Per le società che presentino prima del 16 settembre 2020 la domanda di ammissione, considerato che i tempi e lo stato di avanzamento della procedura potrebbero essere avanzati, si consente l'adeguamento entro il 30 giugno 2021». ⁶⁴⁹ È quindi opportuno tenere in considerazione entrambe le formulazioni e valutare se le modifiche apportate siano efficaci nel risolvere i problemi della precedente formulazione.

La norma fondamentale in materia di o.p.a. endosocietaria è costituita dall'art. 6-bis r.e. AIM, che dispone che l'emittente debba inserire nello statuto e rendere operative, a partire dal momento dell'inizio delle negoziazioni, le disposizioni in tema di o.p.a. obbligatoria secondo il modello di clausola della scheda 6 r.e. AIM.

⁶⁴⁷ Bisogna notare che il diritto al disinvestimento al momento del trasferimento del controllo è tutelato non solo dall'art. 106 t.u.f., ma anche, in casi particolari, da altre disposizioni dell'ordinamento, relative alle società non quotate, come l'art. 2497-*quater*, comma primo, lett. c) c.c.; si veda S. GILOTTA, *Diritto di recesso che consegue all'inizio dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 592 ss.; C. PASQUARIELLO, *Il recesso nei gruppi di società*, Padova, Cedam, 2008, *passim*; e la recente pronuncia del Trib. Milano, 21 luglio 2015, in *Giur. comm.*, 2016, II, 647 ss. Inoltre, il diritto al disinvestimento nel caso di cambiamento del controllo è tutelato, in via statutaria, anche in relazione alle *start-up* e PMI innovative che intendono accedere all'*equity crowdfunding*: tali società devono prevedere nel proprio statuto, fino a quando sussistono i requisiti per essere considerate *start-up* innovative e comunque per almeno per tre anni dall'offerta tramite il portale *online*, una clausola che garantisca il diritto di recesso o di *tag-along* nel caso in cui muti il socio di controllo; art. 24, comma primo, lett. a) del Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali online della Consob, adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013.

⁶⁴⁸ Avviso n. 1951 dell'8 febbraio 2012 di Borsa Italiana. La genesi dell'o.p.a. endosocietaria per le società ammesse all'AIM è ricostruita anche da A. TRISCORNIA, nt. 637, 804 ss.

⁶⁴⁹ Avviso n. 17857 del 6 luglio 2020 di Borsa Italiana.

Nello specifico, l'art. 6-bis r.e. AIM prevede che, per richiamo statutario, nel caso di promozione di un'o.p.a. obbligatoria, trovino applicazione le norme del t.u.f. e le relative disposizioni di attuazione⁶⁵⁰ ed orientamenti Consob in materia di: soglie rilevanti⁶⁵¹, esenzioni dall'obbligo di promuovere l'offerta, identificazione dei soggetti tenuti alla promozione dell'offerta, condizioni (prezzo e corrispettivo) e modalità temporali dell'offerta⁶⁵².

Inoltre, il r.e. AIM prevede che un collegio di Proviviri nominati da Borsa Italiana, denominato Panel, svolga sostanzialmente il ruolo dell'autorità di vigilanza⁶⁵³ rispetto all'o.p.a. obbligatoria. Il Panel, nell'esercizio delle sue funzioni, deve applicare, oltre alle disposizioni di legge espressamente richiamate nell'art. 6-bis r.e. AIM⁶⁵⁴, le norme del t.u.f., le disposizioni di attuazione ed orientamenti Consob relativi a: definizioni rilevanti, modalità di pubblicazione dei comunicati e documenti relativi all'offerta, comunicato dell'offerente e garanzie, svolgimento dell'offerta, trasparenza e correttezza, modifiche dell'offerta e o.p.a. concorrenti.

La scheda 6 r.e. AIM contiene il modello di clausola di o.p.a. endosocietaria che le società dovrebbero inserire nel proprio statuto. Mentre inizialmente la clausola rendeva applicabili tramite rinvio gli artt. 106655 e 109656 t.u.f. e

⁶⁵⁰ Contenute principalmente nel Regolamento Emittenti della Consob.

⁶⁵¹ Le disposizioni in materia di soglie rilevanti sono state modificate dal d.l. 24 giugno 2014, n. 91 (convertito in legge con modifiche nella l. 11 agosto 2014, n. 116).

⁶⁵² Sebbene l'ammissione alle negoziazioni sia subordinata solamente al richiamo degli artt. 106 e 109 t.u.f., numerose società quotate hanno previsto nei propri statuti che si applichino anche le disposizioni di cui agli artt. 107, 108 e 111 t.u.f.

⁶⁵³ Per un'analisi delle sue funzioni si veda *infra*.

⁶⁵⁴ Tale precisazione è contenuta nell'avviso n. 18714 del 9 novembre 2015 di Borsa Italiana. L'importanza del chiarimento si comprende considerando, per esempio, che le disposizioni relative al prezzo dell'offerta o alle esenzioni non sono richiamate fra quelle di cui il Panel dovrebbe tenere conto per l'esercizio dei suoi poteri amministrativi, ma soltanto fra quelle direttamente applicabili all'offerta stessa.

⁶⁵⁵ Tale articolo contiene le disposizioni relative all'o.p.a. da superamento soglia, all'o.p.a. incrementale, al prezzo di promozione ed alle esenzioni.

⁶⁵⁶ Tale articolo contiene le disposizioni relative all'acquisto di concerto. Relativamente all'o.p.a. obbligatoria da acquisto di concerto si veda C. MOSCA, *Comportamento di concerto e patti parasociali*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, Egea, 2011, 449 ss.; ID., *Attivismo degli azionisti, voto di lista e azione di concerto*, in *Riv. soc.*, 2013, 110 ss.; ID., *Azione di concerto e opa obbligatoria*, Milano, Egea, 2013; M. GARGANTINI, *Coordinamento (extra-)assembleare dei soci e azione di concerto nella s.p.a. quotata*, in *Società, banche e crisi d'impresa*, Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, vol. III, diretto da M. Campobasso *et al.*, Torino, Utet, 2014, 2097 ss. Per un'analisi della nozione di concerto contenuta nella direttiva o.p.a. e di come tale

specificava che la disciplina richiamata era quella in vigore al momento in cui scattavano gli obblighi⁶⁵⁷, nella versione del 2020 il modello di clausola aumenta il potere del regolamento emittenti di Borsa Italiana di determinare i confini degli obblighi. Infatti, si prevede ora che la clausola statutaria debba prevedere che sia applicabile la disciplina in materia di o.p.a. obbligatoria «limitatamente alle disposizioni richiamate nel regolamento AIM Italia come successivamente modificato». È tuttavia dubbia la validità di una clausola che, di fatto, attribuisce la competenza a modificare il contenuto sostanziale di una clausola statutaria a un soggetto diverso (Borsa Italiana) rispetto all'assemblea straordinaria. Per quanto i soci attribuiscono questa clausola tramite la prima approvazione di questo rinvio mobile al regolamento emittenti, la validità della clausola è discutibile.

Inoltre, stabilisce che il superamento delle soglie rilevanti di cui all'art. 106 t.u.f.⁶⁵⁸ senza la comunicazione al consiglio di amministrazione⁶⁵⁹ e la proposizione dell'o.p.a. obbligatoria, nonché il mancato rispetto delle determinazioni del Panel comportino la sospensione del diritto di voto sulla partecipazione eccedente, che deve essere accertata in qualsiasi momento dal consiglio di amministrazione.

definizione interferisca con l'attivismo degli azionisti, si veda R. GHETTI, *La nozione di concerto nel diritto societario europeo e l'attivismo degli azionisti*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 754 ss.; M. WINNER, *Active shareholders and European takeover regulation*, in *European company and financial law review*, 2014, 11, 378 ss.

⁶⁵⁷ Tale previsione è ovviamente particolarmente importante quando le norme vengono modificate (come avvenuto nel 2014) e l'obbligo di promuovere l'offerta sorge dopo la riforma per determinare quali siano le disposizioni applicabili. Bisogna tuttavia notare che il rinvio ad una normativa vigente *ratione temporis* potrebbe essere giudicato invalido in quanto contrario al procedimento previsto, in via imperativa, per modificare lo statuto. Infatti, la riforma degli artt. 106 e 109 t.u.f. da parte del legislatore comporterebbe una modifica statutaria sostanzialmente determinata da un terzo, a cui non può essere esteso il ragionamento relativo al richiamo delle disposizioni legislative comunque applicabili anche in assenza di rinvio (si veda M. STELLA RICHTER Jr., *Forma e contenuto dell'atto costitutivo delle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, vol. 1*, a cura di E. Colombo e B. Portale, Torino, Utet, 2004, 303 ss.): infatti, in questo caso, il rinvio agli artt. 106 e 109 t.u.f. non costituisce una mera clausola di stile.

⁶⁵⁸ Prima della modifica dell'estate 2020, il modello di clausola faceva riferimento esclusivamente all'art. 106, comma primo t.u.f., generando una serie di problemi interpretativi che verranno affrontati in seguito.

⁶⁵⁹ L'art. 102 t.u.f. prevede che il sorgere dell'obbligo di promuovere l'offerta sia comunicato senza indugio alla Consob e contestualmente reso pubblico. Quindi nel caso della comunicazione dell'insorgere dell'obbligo, la clausola assegna al c.d.a. il ruolo dell'autorità di vigilanza e non al Panel.

Anche nel caso dell'o.p.a. endosocietaria⁶⁶⁰ è concesso alle PMI di derogare alla soglia del 30% e di fissarla statutariamente⁶⁶¹ entro i limiti del 25% e del 40% del capitale e dei diritti di voto⁶⁶²: qualora tale disposizione venga adottata prima della quotazione, essa non comporterà il diritto di recesso. L'art. 106, comma 3-*quater* prevede inoltre che lo statuto delle PMI, possa prevedere, con disposizione introdotta prima della quotazione⁶⁶³, che la disciplina dell'o.p.a. incrementale non si applichi fino alla data dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo al quinto esercizio successivo alla quotazione.

Il modello di clausola specifica anche le diverse funzioni che il Panel⁶⁶⁴ svolge in relazione all'offerta. Si prevede che il Panel disponga in ordine ai tempi, modalità

⁶⁶⁰ Con avviso n. 12007 del 9 luglio 2015, Borsa Italiana ha specificato che le società che rientrino nella categoria di PMI ai sensi del t.u.f. possano usufruire della medesima flessibilità statutaria nella determinazione delle soglie o.p.a. accordata alle PMI quotate su di un mercato regolamentato.

⁶⁶¹ Ai sensi dell'art. 106, comma primo-*ter* t.u.f.

⁶⁶² Bisogna domandarsi quali siano le conseguenze della previsione di una soglia maggiore rispetto al 40%. È il caso dello statuto di Ambromobiliare, il cui statuto recita, all'art. 8: «Le Norme TUF trovano applicazione con riguardo a chiunque venga a detenere di una partecipazione superiore alla soglia del 50% (cinquanta per cento) più un'azione del capitale sociale. Pertanto, in tale caso, troverà applicazione l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto avente a oggetto la totalità delle azioni con diritto di voto della società.» Nonostante la clausola sia difforme rispetto a quanto previsto dal t.u.f., ritengo che la clausola sia valida e vincolante: infatti, la fonte dell'obbligo risiede soltanto nello statuto.

⁶⁶³ Sempre con avviso n. 12007 del 9 luglio 2015, Borsa Italiana ha specificato che non sarà possibile prevedere la posticipazione dell'applicazione dell'o.p.a. incrementale dopo l'ammissione alle negoziazioni, anche qualora non siano ancora decorsi i cinque anni dal momento della quotazione. Tale ultima disposizione sembra avallare l'ipotesi che anche per PMI quotate su un mercato regolamentato non sia possibile prevedere la posticipazione dell'o.p.a. incrementale *ex art.* 106, comma 3-*quater* t.u.f. dopo l'ammissione alle negoziazioni ma entro i cinque anni dalla quotazione. Nello stesso senso, F. FORNASARI, *Maggiorazione del voto e o.p.a. obbligatoria*, in *Giur. Comm.*, 2017, I, 864; C. MOSCA, *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie opa*, in *N. leggi civ. comm.*, 2015, 890; *contra* A. POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, Milano, Giuffrè, 2014, 709.

⁶⁶⁴ La composizione e le modalità di nomina del Panel sono stabilite direttamente nel modello di clausola di cui alla scheda 6 del r.e. AIM: «Il Panel è un collegio di probiviri composto da tre membri nominati da Borsa Italiana che provvede altresì a eleggere tra questi il Presidente. Il Panel ha sede presso Borsa Italiana. I membri del Panel sono scelti tra persone indipendenti e di comprovata competenza in materia di mercati finanziari. La durata dell'incarico è di tre anni ed è rinnovabile per una sola volta. Qualora uno dei membri cessi l'incarico prima della scadenza, Borsa Italiana provvede alla nomina di un sostituto; tale nomina ha durata fino alla scadenza del Collegio in carica. Le determinazioni del Panel sulle controversie relative all'interpretazione ed esecuzione della clausola in materia di offerta pubblica di acquisto sono rese secondo diritto, con rispetto del principio del contraddittorio, entro 30 giorni dal ricorso e sono comunicate tempestivamente alle parti. La lingua del procedimento è l'italiano. Il Presidente del Panel ha facoltà di assegnare, di intesa con gli altri membri del collegio, la questione ad un solo membro del collegio».

e costi del procedimento e che questo detti inoltre le disposizioni opportune e necessarie per il corretto svolgimento dell'offerta. Tali «poteri amministrativi»⁶⁶⁵ dell'offerta, adottati ai sensi e per gli effetti dell'art. 1349 c.c.⁶⁶⁶, sono esercitati sentita Borsa Italiana. La clausola dunque non specifica esattamente le disposizioni che il Panel deve applicare, che sono invece elencate nell'art. 6-bis r.e. AIM. Tuttavia, mentre inizialmente il *trait d'union* era costituito dal fatto che l'espressione «disposizioni opportune e necessarie per il corretto svolgimento dell'offerta» richiamava indirettamente le norme individuate nel r.e. AIM, le modifiche del 2020 hanno anche in questo caso conferito maggiore centralità al regolamento emittenti AIM Italia, specificando che i provvedimenti del Panel devono essere presi in conformità al regolamento stesso.

Inoltre, tutte le controversie relative all'esecuzione ed all'interpretazione della clausola devono, fino alla definitiva entrata in vigore delle modifiche apportate nell'estate 2020, essere sottoposte al Panel come condizione di procedibilità. La funzione giudiziaria è esercitata dal Panel senza sentire preventivamente Borsa Italiana. Dopo il definitivo adeguamento degli statuti delle società già quotate nel giugno 2021, invece, le controversie non potranno più essere sottoposte al Panel, che perderà pertanto la funzione “giurisdizionale”.

Infine, il Panel svolgeva una funzione consultiva, funzione chiaramente ispirata dal UK Takeover Panel, anche nelle modalità esecutive⁶⁶⁷. Le società, i loro azionisti e gli eventuali offerenti potevano adire il Panel chiedendo la sua interpretazione preventiva e le sue raccomandazioni: a tali richieste, il Panel rispondeva oralmente o per iscritto, con facoltà di chiedere informazioni a tutti gli

⁶⁶⁵ La qualificazione di «poteri amministrativi» è piuttosto singolare. Bisogna tuttavia sottolineare che lo stesso avviso n. 18714 del 9 novembre 2015, che ha modificato l'art. 6-bis r.e. AIM, afferma che il Panel «esercita poteri amministrativi per la promozione o lo svolgimento dell'offerta», ma ribadisce al tempo stesso che la clausola statutaria ha l'intenzione di richiamare la disciplina prevista dal t.u.f. «compatibilmente con la natura privatistica della clausola stessa».

⁶⁶⁶ Tale specificazione è stata inserita con le modifiche effettuate al regolamento emittenti AIM nell'estate 2020 tramite avviso 17857 del 6 luglio 2020.

⁶⁶⁷ Il UK Takeover Code, in particolare, dispone che l'*Executive* si occupi delle funzioni consultive del UK Takeover Panel, anche riguardo all'interpretazione delle norme; si vedano i par. 5 e 6 dell'Introduzione del UK Takeover Code. L'importanza della consultazione del Panel nel caso di dubbi riguardo ad una specifica condotta ed all'esatta interpretazione delle regole del UK Takeover Code è enfatizzata molto spesso dalla “giurisprudenza” del Panel, e cristallizzata in diverse *rules*.

interessati, al fine di fornire una risposta adeguata e corretta. La clausola ribadisce infine che il Panel esercita i poteri di amministrazione dell'offerta in materia di o.p.a. sentita Borsa Italiana. La collocazione topografica della norma, subito dopo la disposizione relativa ai poteri consultivi del Panel, non rende chiarissimo se la funzione consultiva debba essere intesa come facente parte dei poteri di amministrazione dell'offerta, e quindi essere soggetta alla preventiva consultazione di Borsa Italiana, oppure no. Tuttavia, probabilmente nel concetto di «poteri amministrativi» non rientrano le funzioni consultive, ma soltanto il potere di dettare disposizioni per il corretto svolgimento dell'offerta. Inoltre, la necessaria speditezza dell'esercizio delle funzioni consultive rischierebbe di essere minata dalla necessaria previa consultazione di Borsa Italiana. Tuttavia, anche questa funzione consultiva è stata di fatto eliminata dalla riforma del regolamento del 2020 che entrerà in vigore entro giugno 2021. Sembra infatti che le parti interessate possano adire il Panel solamente per richiedere le sue determinazioni e non anche per domandare una sorta di consulenza qualificata.

Ne consegue che il Panel, mentre era inizialmente ispirato e costruito sulla base del Takeover Panel inglese, nella riforma dell'estate del 2020 ha visto considerabilmente ridimensionate le proprie funzioni e si presenta ora piuttosto come un'autorità "amministrativa" dell'offerta in senso più stretto. Tuttavia, poiché le funzioni delineate sulla base delle vecchie clausole continueranno ad essere in vigore all'estate del 2021 (termine ultimo per adeguare gli statuti degli emittenti già quotati) è necessario analizzare anche le disposizioni attualmente in vigore e destinate ad essere modificate.

5.4. Le ragioni della clausola

Oltre all'intrinseca originalità della clausola ed ai problemi di diritto positivo che essa solleva, è innanzi tutto necessario cercare di individuare le ragioni della sua previsione, soprattutto considerato che non è espressamente richiesta dalla Mifid II oppure dal t.u.f., ma semplicemente dal regolamento del mercato. Infatti,

l'istituto dell'o.p.a. obbligatoria è estremamente dibattuto in dottrina⁶⁶⁸ e alcuni autori hanno evidenziato la sua inadeguatezza, quanto meno come regola inderogabile⁶⁶⁹, e hanno affermato che la disposizione non tutelerebbe gli interessi degli stessi azionisti di minoranza⁶⁷⁰. Altri autori, invece, hanno affermato l'utilità e l'efficacia dell'o.p.a. obbligatoria per la protezione dei soci di minoranza⁶⁷¹.

Bisogna tuttavia notare che la previsione e la desiderabilità dell'o.p.a. obbligatoria non può essere valutata soltanto da un punto di vista di

⁶⁶⁸ Per un'ampia discussione delle diverse posizioni espresse in dottrina riguardo alla disciplina dell'o.p.a. obbligatoria si veda A. POMELLI, nt. 663, 253 ss.

⁶⁶⁹ Hanno proposto, in generale, di riformare la regolamentazione europea adottando un approccio neutrale rispetto ai *takeovers*, L. ENRIQUES-R. GILSON-A. PACCES, *The case for an unbiased takeover law (with an application to the European Union)*, in *Harvard business law review*, 2014, 4, 85 ss. Per una critica, si veda J. FEDDERKE-M. VENTORUZZO, *The biases of an "unbiased" optional takeovers regime: the mandatory bid threshold as a reverse drawbridge*, in *ECGI working papers, Law working paper n° 304/2016*, disponibile all'indirizzo www.ecgi.org.

⁶⁷⁰ *Ex multis*, hanno espresso critiche all'o.p.a. obbligatoria: E. WYMEERSCH, *The mandatory bid: a critical view*, in *European takeovers – law and practice*, a cura di K. Hopt e E. Wymeersch, Londra, Butterworths, 1992, 351; S. SEPE, *Private sale of corporate control: why the European mandatory bid rule is inefficient*, in *Arizona legal studies discussion paper n. 10-29*, 2010, disponibile all'indirizzo www.ssrn.it.

⁶⁷¹ K. HOPT, *European takeover reform of 2012/2013 – Time to re-examine the mandatory bid*, in *European business organization law review*, 2014, 143 ss; E. SCHUSTER, *The mandatory bid rule: efficient, after all?*, in *Modern law review*, 2013, 529 ss. La capitale importanza dell'o.p.a. obbligatoria per la tutela degli investitori emerge anche dal t.u.f. e dal regolamento emittenti Consob in articoli diversi rispetto a quelli sull'o.p.a. obbligatoria. Per esempio, l'art. 133 t.u.f. prevede che l'assemblea straordinaria possa deliberare il *delisting* per ottenere l'ammissione su di un altro mercato regolamentato italiano o dell'Unione Europea, purchè sia garantita una tutela equivalente agli investitori. L'art. 144, secondo comma r.e. Consob specifica che l'esclusione dalle negoziazioni è comunque condizionata all'esistenza nel mercato di nuova quotazione di una disciplina dell'o.p.a. obbligatoria. Per quanto dopo l'adozione della direttiva o.p.a. tale previsione sia sostanzialmente superata (si veda R. GHETTI, *Art. 133*, in *Commentario t.u.f.*, a cura di F. Vella, Torino, Giappichelli, 2012, 1449), essa rende evidente l'importanza che il legislatore italiano assegna all'o.p.a. obbligatoria per la protezione degli azionisti di minoranza.

“massimizzazione del valore”⁶⁷² secondo il paramentro di Kaldor-Hicks⁶⁷³: infatti, non solo possono essere mosse critiche a questo modello precettivo di ragionamento⁶⁷⁴, ma anche è impossibile giungere ad un risultato univoco riguardo all’efficienza dell’o.p.a. obbligatoria⁶⁷⁵. Tale modello di analisi, comunque, rischia di tralasciare due elementi fondamentali rispetto all’esame dell’istituto. Da un lato, il ruolo che l’o.p.a. obbligatoria ed altre pietre miliari⁶⁷⁶ hanno avuto nella determinazione dell’assetto generale della regolamentazione dei takeovers e del diritto societario⁶⁷⁷, dall’altro, il fatto che l’o.p.a. obbligatoria altera sensibilmente le modalità di distribuzione dei proventi della vendita del controllo e, di conseguenza, avvantaggia determinati operatori economici rispetto ad altri⁶⁷⁸.

⁶⁷² Anche ammesso, e non concesso, che massimizzare il valore delle azioni sia un obiettivo politico desiderabile (anche per gli stessi azionisti, si veda O. HART-L. ZINGALES, *Companies should maximize shareholder welfare not market value*, di prossima pubblicazione in *Journal of law, finance and accounting*, 2017, disponibile al sito www.chicagobooth.edu), svolgere un’analisi in questo senso diviene praticamente impossibile qualora si accetti la sostanziale erroneità della teoria del mercato dei capitali efficiente (*ex multis*, si vedano J. QUIGGIN, *Zombie economics*, 2010, Princeton, Princeton University Press, 35 ss.; J. FOX, *The myth of the rational market*, New York, Harper Collins, 2009). Per interessanti e condivisibili critiche al concetto di massimizzazione come inteso dagli economisti neoclassici e dai giuristi che ad essi si ispirano D. CAMPBELL, *Welfare economics for capitalists: the economic consequences of judge Posner*, in *Cardozo law review*, 2012, 33, 2233 ss.; F. DENOZZA, *La frammentazione del soggetto nel pensiero giuridico tardo-liberale*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 14 ss. Che cosa sia il valore dal punto di vista economico è uno dei concetti più dibattuti dagli economisti, quanto meno dal momento della “nascita” della moderna economia politica.

⁶⁷³ J. HICKS, *The foundations of welfare economics*, in *Economic Journal*, 1939, 49, 696 ss.; N. KALDOR, *Welfare propositions in economics and interpersonal comparisons of utility*, in *Economic Journal*, 1939, 49, 549 ss.

⁶⁷⁴ F. DENOZZA, *Il modello dell’analisi economica del diritto: come si spiega il tanto successo di una tanto debole teoria?*, in *Ars interpretandi*, 2013, 43 ss.; DUNCAN KENNEDY-F. MICHELMAN, *Are property and contract efficient?*, in *Hofstra law review*, 1980, 8, 712.

⁶⁷⁵ Cfr. nt. 670 e 671 *supra*. Più in generale, è impossibile costruire coerentemente un intero sistema giuridico soltanto sulla base del criterio dell’efficienza, si veda DUNCAN KENNEDY, *Cost-benefit analysis of entitlement problems: a critique*, in *Stanford law review*, 1981, 33, 387 ss.

⁶⁷⁶ D. KERSHAW, *Principles of takeover regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2016, 110.

⁶⁷⁷ In generale, la teorizzazione del *market for corporate control* ha permesso di “riportare” la gestione della società per azioni sotto il controllo del mercato, contrariamente a quanto teorizzato dalla corrente managerialiste, D. CAMPBELL, *The role of monitoring and morality in company law*, in *Australian journal of corporate law*, 1997, 7, 359; P. IRELAND, *Defending the rentier: corporate theory and the reprivatisation of the public company*, in *The political economy of the company*, in J. Parkinson, A. Gamble e G. Kelly, Oxford, Hart, 2000, 162.

⁶⁷⁸ In un contesto di proprietà altamente concentrata come l’AIM, ed istituzionalmente destinato alla quotazione delle PMI, essi sono facilmente individuabili nei soci di controllo e negli investitori istituzionali.

Soprattutto in un contesto di proprietà azionaria concentrata⁶⁷⁹, dove il ruolo di socio di maggioranza e di minoranza è svolto da attori sociali generalmente differenti e costanti, questo secondo elemento non può non essere tenuto in considerazione.

Per di più, recenti studi⁶⁸⁰ hanno dimostrato che la protezione degli investitori⁶⁸¹ non ha l'impatto determinante sullo sviluppo dei mercati finanziari che si credeva in passato⁶⁸². Per queste ragioni non si cercherà di verificare se

⁶⁷⁹ Per la composizione dell'azionariato delle società ammesse all'AIM Italia, si veda A. LAMBIASE, *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*, Milano, Franco Angeli, 2015.

⁶⁸⁰ S. DEAKIN-P. SARKAR-M. SIEMS, *Is there a relationship between shareholder protection and stock market development?*, in *ECGI working papers*, n. 377/2017, disponibile su www.ecgi.org; J. ARMOUR *et al.*, *Shareholder protection and stock market development: an empirical test of the legal origin hypothesis*, in *Journal of empirical legal studies*, 2009, 6, 343 ss.; J. COFFEE, *The rise of dispersed ownership: the role of law in the separation of ownership and control*, in *Yale law journal*, 2011, 111, 59-66; B. CHEFFINS, *Corporate ownership and control: British business transformed*, Oxford, Oxford University Press, 2010, 35-40. D'altra parte, la stessa assunzione che lo sviluppo economico richieda diritti di proprietà ben definiti *ex ante* e coercibili *ex post* è contestata e, come tutte le questioni economiche, corrisponde all'impostazione politica più che ad un dato scientifico universalmente valido: «The case for a straightforward link between “clear and strong” property rights and robust growth or development in today’s industrial societies is more ideological assertion than careful history», DAVID KENNEDY, *Some Caution about Property Rights as a Recipe for Economic Development*, in *Accounting, economics and law*, 2011, 1, 3.

⁶⁸¹ Sebbene l'utilizzo del termine investitori sia onnipresente, è necessario sottolineare che la caratterizzazione degli azionisti come i fornitori del capitale necessario per lo sviluppo dell'attività d'impresa, specialmente nelle società quotate, sia del tutto inappropriata e contraria alle evidenze empiriche, che dimostrano che il moderno mercato azionario ha una rilevanza pressoché nulla come fonte di finanziamento per le società: W. LAZONICK, *The functions of the stock market and the fallacies of shareholder value*, Working paper n. 58, Institute for New Economic Thinking, 2017, 3, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com; P. IRELAND, *Property and contract in contemporary corporate theory*, in *Legal studies*, 2003, 473. D'altra parte, l'utilizzo del termine investitore nel senso di fornitore di capitale in relazione agli azionisti era già stato criticato da A. BERLE, *Modern functions of the corporate system*, in *Columbia law review*, 1962, 62, 433. Per uno studio delle ragioni sottostanti alla quotazione in borsa delle società italiane si veda M. PAGANO-F. PANETTA-L. ZINGALES, *The stock market as a source of capital: some lessons from initial public offerings in Italy*, in *European economic review*, 1996, 1057 ss.

⁶⁸² Ovviamente, il riferimento è agli studi di La Porta *et al.* Il fatto che i sistemi di *common law* prevedano forme di protezione degli azionisti di minoranza maggiori a causa della *legal origin*, e che da tale maggior protezione derivi il differente sviluppo dei mercati finanziari nell'Europa continentale e nei paesi anglosassoni, è ormai estremamente discusso: si veda D. KATELOUZOU-M. SIEMS, *Disappearing paradigms in shareholder protection: leximetric evidence for 30 countries, 1990-2013*, in *Journal of corporate law studies*, 2015, 15, 27 ss.; H. SPAMANN, *Contemporary legal transplants: legal families and the diffusion of (corporate) law*, in *Brigham young university law review*, 2009, 1813. Inoltre, i risultati degli studi di La Porta *et al.* sono stati criticati anche dal punto di vista metodologico: H. SPAMANN, *On the insignificance and/or endogeneity of La Porta et al's 'anti-director rights index' under consistent coding*, in *John Olin Center for Law, Economics and Business, Fellows' discussion paper series, Discussion Paper n. 7*, 2006; S. COOL, *The real difference in corporate law between the United States and Continental Europe: distribution of powers*, in *Delaware journal of corporate law*, 2005, 30, 697 ss. Infine, gli studi menzionati sono

l'o.p.a. obbligatoria endosocietaria sia efficiente o meno, né se tale supposta tutela degli azionisti di minoranza sia funzionale ed efficace per espandere l'AIM Italia, ma piuttosto si cercheranno le ragioni della disposizione valutando come essa redistribuisca i proventi della vendita del controllo rispetto agli attori che partecipano, più o meno indirettamente, al processo d'offerta. D'altra parte, l'affermazione dell'Advisory Board che l'o.p.a. obbligatoria sia necessaria per tutelare gli investitori retail ed attrarre gli investitori istituzionali è sibillina: infatti, se è dubbio che l'o.p.a. obbligatoria tuteli realmente gli investitori retail, è interessante il fatto che gli investitori istituzionali siano «attratti»⁶⁸³ dall'o.p.a. obbligatoria.

Innanzitutto, si può escludere che la regola sia il frutto di un mero trapianto giuridico⁶⁸⁴ dal diritto inglese. Infatti, sebbene l'architettura dell'AIM Italia sia ispirata in gran parte dall'AIM UK⁶⁸⁵, si deve notare che il UK Takeover Code si applica nella sua integralità alle società quotate. Al contrario, il r.e. AIM richiama solamente alcune delle norme sull'o.p.a. obbligatoria. L'altra pietra miliare del diritto delle acquisizioni inglese⁶⁸⁶, la regola di neutralità, che nel nostro

discutibili perchè non tengono in debita considerazione l'impatto dei fattori culturali sullo sviluppo dei mercati finanziari: J. COFFEE JR., *Do Norms Matter? A Cross-Country Evaluation*, in *University of Pennsylvania law review*, 2000, 149, 2151 ss.; A. LICHT, *The mother of all path dependencies: toward a cross-cultural theory of corporate governance systems*, in *Delaware journal of corporate law*, 2001, 26, 147 ss.

⁶⁸³ L'utilizzazione dei termini tutela (per gli investitori *retail*) e attrazione (per gli investitori istituzionali) non pare risolversi in una sempliceendiadi, ma sembrerebbe piuttosto evidenziare che, a parte la tutela che l'o.p.a. obbligatoria offre nel caso di trasferimento del controllo, l'offerta rappresenta per gli investitori istituzionali un'occasione di guadagno che non si presenterebbe in assenza della clausola.

⁶⁸⁴ Per una introduzione al concetto ed al fenomeno dei *legal transplants*, si veda M. SIEMS, *Comparative law*, Cambridge UK, Cambridge University Press, 2014, 191 ss.; D. NELKEN, *Legal transplants and beyond: of disciplines and metaphors*, in *Comparative law in the 21st century*, a cura di A. Harding e E. Orucu, New York, Kluwer, 2002, 19 ss.; R. MICHAELS, *Make or buy – A new look at legal transplants*, in *Regulatory competition in contract law and dispute resolution*, a cura di H. Eidenmuller, Monaco, Beck, 2013, 27 ss.

⁶⁸⁵ La stessa *brochure* di presentazione dell'AIM Italia (disponibile sul sito www.borsaitaliana.it) riconosce tale paternità: «Il Mercato [AIM Italia] nasce il 1 marzo 2012 dall'accorpamento dei mercati AIM Italia e MAC, al fine di razionalizzare l'offerta dei mercati dedicati alle PMI e proporre un unico mercato pensato per le imprese più dinamiche e competitive del nostro Paese, con una formula che fa leva sul know how ottenuto in oltre 15 anni di esperienza dell'AIM inglese da un lato e sulle specifiche esigenze del sistema imprenditoriale italiano dall'altro».

⁶⁸⁶ Sul fatto che la regola di neutralità cambi relativamente poco la distribuzione dei poteri fra amministratori ed assemblea per l'adozione delle misure difensive rispetto a quanto generalmente

ordinamento si applica solamente alle società con titoli quotati su di un mercato regolamentato, non è stata imposta tramite il r.e. AIM, non a causa di un'impossibilità giuridica. Infatti, avrebbe potuto essere prevista facendo ricorso allo schema delle materie riguardo alle quali il c.d.a. deve richiedere l'autorizzazione dell'assemblea di cui all'art. 2364, comma 1, n. 5 c.c.⁶⁸⁷ Le ragioni dell'o.p.a. obbligatoria endosocietaria devono dunque essere ricercate indagando quali interessi economici la norma favorisca, avendo riguardo anche alle specifiche modalità della sua produzione.

Secondo diversi ed autorevoli studi, le modalità di produzione delle regole sui *takeovers*, in particolare riguardo ai gruppi d'interesse coinvolti e l'influenza che essi hanno materialmente avuto sul processo di produzione normativa, hanno determinato il contenuto delle regole stesse. Armour e Skeel⁶⁸⁸ hanno individuato nel diverso sistema di produzione regolamentare le peculiari divergenze fra le disposizioni relative alle offerte ostili in Gran Bretagna e negli Stati Uniti⁶⁸⁹. Kershaw⁶⁹⁰, al contrario, ha convincentemente dimostrato che, probabilmente, il gruppo d'interesse che ha avuto maggiore influenza sul processo di produzione del UK Takeover Code sia stato quello degli intermediari finanziari, piuttosto che quello degli investitori istituzionali. Ferrarini e Miller⁶⁹¹, invece, hanno avanzato un modello basato sul potere politico dei bidders e dei potenziali target nel contesto

previsto dal diritto societario si vedano D. KERSHAW, *The illusion of importance: reconsidering the UK's takeover defence prohibition*, in *International and comparative law quarterly*, 2007, 56, 267 ss.; e C. GERNER-BEUERLE-D. KERSHAW-M. SOLINAS, *Is the board neutrality rule trivial? Amnesia about corporate law in European takeover regulation*, in *European business law review*, 2011, 22, 559 ss.

⁶⁸⁷ In questo caso, comunque, come previsto anche dall'art. 104, comma primo t.u.f., resta ferma la responsabilità del c.d.a. per gli atti e le operazioni compiuti.

⁶⁸⁸ J. ARMOUR-D. SKEEL, *Who writes the rules for hostile takeovers, and why? The peculiar divergence of US and UK takeover regulation*, in *The Georgetown law journal*, 2007, 95, 1726 ss.

⁶⁸⁹ In generale, sulle modalità di regolamentazione dei *takeovers* e sui fini politici perseguiti dalle diverse normative in Europa e negli USA, si veda M. VENTORUZZO, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political Economic Ends*, in *Texas international law journal*, 2006, 41, 171 ss.

⁶⁹⁰ D. KERSHAW, *Corporate law and self-regulation*, in *LSE Law, Society and Economy Working Papers 5/2015*, disponibile all'indirizzo www.lse.ac.uk, 18 ss.

⁶⁹¹ G. FERRARINI-G. MILLER, *A simple theory of takeover regulation in the United States and Europe*, in *Cornell international law journal*, 2009, 42, 301 ss.

dell'area geografica considerata per spiegare le differenze presenti nella regolamentazione dei *takeovers*.

Relativamente al contesto italiano, Ventrone⁶⁹² si è interrogato sull'adozione in Italia di regole simili a quelle del UK Takeover Code, anche prima dell'implementazione della direttiva o.p.a. e nonostante il gruppo di interesse più influente sia quello degli azionisti di controllo, piuttosto che quello degli investitori istituzionali. Con specifico riguardo all'o.p.a. obbligatoria, l'Autore sostiene che in un contesto di proprietà altamente concentrato, considerando anche il prezzo di proposizione dell'offerta, tale disciplina consentirebbe agli azionisti di controllo di proteggersi da eventuali scalate ostili⁶⁹³, rendendole più costose⁶⁹⁴. Inoltre, l'o.p.a. obbligatoria permetterebbe all'azionista di controllo di disinvestire riducendo la propria esposizione nei confronti della società⁶⁹⁵, mantenendo tuttavia il controllo e restando protetto da eventuali scalate ostili⁶⁹⁶.

Tuttavia, relativamente all'AIM Italia, è lecito dubitare che l'o.p.a. endosocietaria favorisca gli interessi dei soci di controllo. Al contrario, la disposizione sembra avvantaggiare principalmente i soci di minoranza, oltre che altri soggetti coinvolti nel procedimento di offerta.

Vista la composizione dell'azionariato delle società quotate sull'AIM⁶⁹⁷, praticamente tutti i trasferimenti privati del pacchetto di controllo avranno l'effetto di comportare la promozione di un'offerta obbligatoria.⁶⁹⁸ Al contrario, in assenza dell'o.p.a. endosocietaria, probabilmente la maggior parte dei trasferimenti avverrebbe semplicemente tramite la conclusione di un contratto di compravendita.

⁶⁹² M. VENTORUZZO, *Takeover regulation as a wolf in sheep's clothing: taking U.K. rules to Continental Europe*, in *Pennsylvania journal of business law*, 2008, 11, 158 ss.

⁶⁹³ L'o.p.a. obbligatoria è stata definita come una formidabile *poison pill* da F. CARBONETTI, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 1998, 1360.

⁶⁹⁴ M. VENTORUZZO, nt. 692, 155-8.

⁶⁹⁵ A. POMELLI, nt. 668, 262.

⁶⁹⁶ M. VENTORUZZO, nt. 669, 6.

⁶⁹⁷ A. LAMBIASE, nt. 679.

⁶⁹⁸ La percentuale di offerte obbligatorie sul totale delle o.p.a. promosse è più elevata quando la proprietà azionaria è concentrata, K. HOPT, nt. 698, 167.

Al tempo stesso, la presenza del socio di controllo rende pressochè inesistente il rischio di scalate ostili⁶⁹⁹.

Inoltre, sebbene sia vero che la presenza dell'o.p.a. endosocietaria permette agli azionisti di controllo di diluire la propria partecipazione, essa presenta anche significativi svantaggi. Infatti, l'o.p.a. aumenta i costi del takeover perché lo scalatore deve acquistare tutte le azioni della società offrendo agli azionisti il prezzo che incorpora il premio; inoltre, la promozione dell'offerta comporta costi rilevanti in termini di compensi ed onorari dei professionisti coinvolti. Tale aumento di prezzo ha l'effetto di diminuire la somma che può essere ricavata dall'azionista di controllo. Questo *trade-off* fra protezione dalle scalate ostili e riduzione del prezzo che è possibile ottenere dalla cessione del pacchetto di controllo rischia di essere negativo per i soci di controllo.

La procedura di o.p.a. obbligatoria, con le particolari regole di condotta, e con la necessità di pubblicare un prospetto⁷⁰⁰, rende il ruolo degli intermediari ancora più rilevante. Come è stato notato da Kershaw con riguardo al diritto britannico⁷⁰¹, tale gruppo di operatori economici ha dunque molto interesse all'adozione dell'o.p.a. obbligatoria, sia strettamente economico, che di prestigio e influenza. D'altra parte, osservando la composizione dell'Advisory Board che ha elaborato la disposizione, si nota una la presenza preponderante di esponenti di intermediari finanziari.

Inoltre, Borsa Italiana nomina il collegio di Proviviri che ricopre il ruolo dell'autorità di vigilanza rispetto all'offerta e che esercita i suoi poteri sentita Borsa Italiana. L'o.p.a. endosocietaria ha dunque l'effetto di attribuire a Borsa Italiana penetranti poteri rispetto a praticamente tutti i trasferimenti di controllo delle società quotate, che non avrebbe in assenza dell'o.p.a. endosocietaria. Anche questa ragione concorre a spiegare l'adozione di una disposizione così singolare.

Le ragioni addotte per spiegare la disposizione giustificano la mancata adozione della regola di neutralità: da un lato, è sostanzialmente irrilevante per gli

⁶⁹⁹ E. BERGLOF-M. BURKART, *European takeover regulation*, in *Economic policy*, 2003, 18, 176-7.

⁷⁰⁰ Prospetto non approvato dalla Consob né dalla Banca d'Italia.

⁷⁰¹ D. KERSHAW, nt. 690, 20.

azionisti di minoranza⁷⁰², a causa delle regole di diritto societario italiano⁷⁰³ e poiché la presenza di un azionista di controllo che non aderisca all'offerta ha l'effetto di impedire il successo di qualsiasi offerta ostile. Dall'altro, il processo di preventiva approvazione assembleare delle misure difensive non permette né a Borsa Italiana, né agli intermediari, di ottenere sostanziali ritorni, in termini sia economici che di prestigio.

La disposizione, dunque, influenza direttamente la distribuzione dei ritorni economici derivanti dalla cessione del controllo delle società, e la scelta del r.e. AIM di Borsa Italiana è a favore degli investitori istituzionali e degli intermediari finanziari, piuttosto che dei soci di controllo, probabilmente anche a causa della sottorappresentazione di questi nell'Advisory Board.

5.5. L'obbligo di o.p.a. statutario

La clausola che prevede l'o.p.a. endosocietaria è sicuramente una clausola "atipica". È allora necessario compiere una valutazione della stessa al fine di esaminarne la liceità e considerare la potenziale applicazione analogica di alcuni istituti civilistici e di diritto societario.

Se da un punto di vista economico l'o.p.a. obbligatoria sostanzialmente garantisce un'opzione put agli azionisti di minoranza al momento del trasferimento del controllo⁷⁰⁴, dal punto di vista giuridico non si può affermare che la clausola attribuisca un diritto di opzione ai sensi dell'art. 1331 c.c. Infatti la complessa e procedimentalizzata procedura d'offerta⁷⁰⁵ mal si concilia con lo schema della dichiarazione vincolante. Al contrario, l'art. 106 t.u.f. prevede proprio che il superamento della soglia comporti l'obbligo di offrire, non un'offerta espressa per fatti concludenti⁷⁰⁶.

⁷⁰² G. FERRARINI-G. MILLER, nt. 691, 332.

⁷⁰³ C. GERNER-BEUERLE-D. KERSHAW-M. SOLINAS, nt. 686, 559 ss.

⁷⁰⁴ C. BERGSTROM-P. HOGFELDT-J. MACEY-P. SAMUELSON, *The regulation of corporate acquisition: a law and economics analysis of the European proposal of reform*, in *Columbia business law review*, 1995, 517 ss.

⁷⁰⁵ *Dalla pubblicazione del documento d'offerta all'importante ruolo svolto dal Panel.*

⁷⁰⁶ Questa ricostruzione è avvalorata anche dal fatto che, ai sensi dell'art. 110 t.u.f., in caso di inadempimento dell'obbligo, la Consob può obbligare lo scalatore a promuovere l'offerta.

È dunque necessario interrogarsi circa la liceità e la socialità della clausola: infatti, parte della dottrina ha sostenuto che sia nulla la clausola statutaria che si limiti ad affermare l'applicabilità degli articoli del t.u.f. relativi all'o.p.a. obbligatoria.⁷⁰⁷ Allo stesso modo, la valutazione della clausola come parasociale potrebbe comportarne la nullità oppure la migrazione dal sociale al parasociale.⁷⁰⁸ Ritengo che la risposta alla questione non possa essere desunta solamente dalla previsione del r.e. AIM, che non può derogare a norme imperative⁷⁰⁹, nè da supposte esigenze dei mercati finanziari, che richiederebbero un "adattamento" delle norme codicistiche.⁷¹⁰ Infatti non è individuabile la base normativa, anche implicita, che permette alla società di gestione del sistema multilaterale di negoziazione il potere di obbligare gli emittenti ad inserire nei propri statuti norme in deroga alle disposizioni del codice civile. La clausola rientra infatti fra le clausole

⁷⁰⁷ Riteneva che la clausola statutaria che prevedesse l'applicazione dell'o.p.a. obbligatoria tramite un richiamo integrale alla disciplina del t.u.f. si ponesse in contrasto con il principio della libera trasferibilità delle azioni E. PEDERZINI, nt. 637, 101-2; ritiene che una clausola di mero rinvio alle norme del t.u.f. per l'o.p.a. obbligatoria sia nulla G. D'ATTORRE, nt. 637, 683. Al contrario, ritiene legittima la clausola che prevede l'o.p.a. obbligatoria nelle s.p.a. e nelle s.r.l. M. STELLA RICHTER JR., *Trasferimento del controllo e rapporto fra soci*, Milano, Giuffrè, 1996, 330. Per un'analisi dell'o.p.a. obbligatoria statutaria nel contesto svedese, si veda R. SKOG, *Se l'o.p.a. obbligatoria sia davvero necessaria. Riflessioni critiche alla luce del sistema svedese*, in *Riv. soc.*, 1995, 969.

⁷⁰⁸ Il dibattito sulla socialità o meno delle clausole statutarie è troppo ampio per essere affrontato in questa sede. Bisogna tuttavia rammentare che la parasocialità della clausola statutaria, secondo autorevole dottrina, dovrebbe comportarne la nullità (C. ANGELICI, *La società nulla*, Milano, Giuffrè, 1975, 152) oppure la migrazione dal sociale al parasociale (G. OPPO, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. not.*, 1987, 651). Invece, secondo un altro Autore, la distinzione fra sociale e parasociale può essere affidata solamente ad un criterio formale, e, di conseguenza, non potrebbe sussistere una clausola statutaria avente natura parasociale, R. COSTI, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 203 ss.

⁷⁰⁹ Ritengo infatti che l'art. 69, comma 3 t.u.f., che permette alla società di gestione di un mercato di crescita per le PMI (come l'AIM) di richiedere agli emittenti di rispettare ulteriori requisiti oltre a quelli previsti dal secondo comma del medesimo articolo, non consenta a Borsa Italiana di derogare alle norme di diritto societario, ma che permetta solamente di richiedere alle società quotate prestazioni aggiuntive, oppure di imporre strutture di *governance* che sarebbero altrimenti opzionali.

⁷¹⁰ La possibilità che le norme del diritto civile dei contratti possano essere applicate *tout court* ai rapporti fra società di gestione ed emittenti è stata oggetto di dibattito: per la derogabilità, almeno parziale, delle norme "comuni", si vedano M. VENTORUZZO, nt. 634, 722 ss., V. SALAMINA, *Responsabilità del nominated adviser per violazione degli obblighi di condotta: la regolamentazione dei mercati finanziari tra funzione ripristinatoria e funzione afflittiva della sanzione*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 317. A favore dell'inderogabilità delle norme imperative, invece, F. GALGANO, *Regolamenti contrattuali e pene private*, in *Contr. impr.*, 2001, 509.

aggiuntive che possono essere richieste ai sensi dell'art. 69 t.u.f.⁷¹¹ e non fra i requisiti necessari per poter ottenere la registrazione. Tale affermazione è confortata sia dal fatto che la clausola dell'o.p.a. endosocietaria non può essere ritenuta in alcun modo indispensabile per il buon funzionamento del mercato, sia dalla considerazione che la disposizione riguarda un conflitto distributivo circa la divisione dei proventi della cessione del pacchetto di controllo e le modalità di cessione del controllo stesso: questioni eminentemente politiche e che possono essere risolte legittimamente in diversi modi.

Ciò premesso, sussistono diversi indici legislativi che permettono di affermare la liceità e la socialità della clausola⁷¹². Bisogna infatti riconoscere che l'o.p.a. obbligatoria è un istituto anche di diritto societario, e che non riguarda solamente la regolamentazione del mercato finanziario: depongono in tal senso diversi elementi.

L'art. 2497-*quater*, comma primo, lett. c) c.c. prevede che spetti il diritto di recesso all'inizio od alla cessazione dell'attività di direzione e coordinamento quando non si tratta di società con azioni quotate in mercati regolamentati, ne deriva un'alterazione di rischio dell'investimento e non venga promossa un'offerta pubblica di acquisto.⁷¹³ È quindi evidente che le norme del diritto societario stesso contemplano e prevedono ipotesi di exit dalla società all'inizio od al termine dell'attività di direzione e coordinamento.

D'altra parte la natura di diritto societario dell'o.p.a. obbligatoria è riconosciuta anche dall'art. 4, comma 2, lett. e) della direttiva o.p.a., relativo al diritto applicabile all'offerta, che dispone che «le questioni che rientrano nel diritto delle società, in particolare la percentuale dei diritti di voto che conferisce il controllo e le deroghe all'obbligo di promuovere un'offerta, [...], le norme

⁷¹¹ Cfr. par. 2.6.

⁷¹² Afferma la socialità di una clausola che prevede l'o.p.a. endosocietaria anche G. D'ATTORRE, nt. 637, 694, sebbene tale Autore ritenga nulla la clausola che si limiti a prevedere la disciplina dell'o.p.a. obbligatoria tramite rimando alle norme del t.u.f.

⁷¹³ Come affermato dal Tribunale di Milano nella prima pronuncia sul tema, il concetto di offerta pubblica di acquisto di cui all'art. 2437-*quater* non è sovrapponibile a quello di o.p.a., ma può corrispondere anche ad una offerta privata, Trib. Milano, 21 luglio 2015, in *Giur. Comm.*, 650 ss.

applicabili e l'autorità competente sono quelle dello Stato membro in cui la società emittente ha la propria sede legale»⁷¹⁴.

Inoltre, la sanzione per la mancata proposizione dell'offerta consiste nella sterilizzazione del voto inerente alla partecipazione eccedente. Non può revocarsi in dubbio, dopo la recente riforma dell'art. 2351 c.c., la liceità e la valenza organizzativa della previsione di un tetto massimo all'esercizio del diritto di voto, per quanto questo tetto sia condizionato alla promozione dell'offerta.

Infine, quando si condivida che la clausola in un contesto come quello dell'AIM Italia riguarda preminentemente la distribuzione del potere nell'organizzazione fra soci con interessi potenzialmente divergenti, ne segue la valenza organizzativa e sociale della clausola⁷¹⁵. In altri termini, diventa chiaro che la clausola non riguarda solamente un diritto da parte dei soci di minoranza di vedersi offrire una somma di denaro al momento del trasferimento del controllo, ma anche, e soprattutto, le modalità di acquisizione e di trasferimento del controllo stesso.⁷¹⁶

5.5.1. L'introduzione della clausola ed il diritto di recesso

L'introduzione della clausola dell'o.p.a. endosocietaria potrebbe comportare il diritto di recesso dei soci dissenzienti⁷¹⁷ sia in quanto pone potenzialmente un limite

⁷¹⁴ Per un'analisi della disciplina internazionalprivatistica delle o.p.a., si veda: M. BENEDETTELLI, *Offerte pubbliche di acquisto e concorrenza tra ordinamenti nel sistema comunitario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, I, 551 ss.; ID., *La disciplina internazionalprivatistica*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. Stella Richter jr, Torino, Giappichelli, 2011, 17 ss.

⁷¹⁵ Mi pare che la natura sociale di clausole che prevedano determinati obblighi per i soci al momento del trasferimento del controllo trovi sostegno anche nel riconoscimento della natura sociale e validità delle clausole di *drag e tag along*.

⁷¹⁶ Cfr. anche quanto affermato dalla Suprema Corte in una recente sentenza ove è stato sostenuto che il patto di prelazione, oltre a soddisfare l'interesse individuale dei singoli soci, svolge anche una funzione organizzativa, tutelando un interesse proprio della società stessa che trascende quello dei singoli azionisti, si veda Cass. Civ., sez. I, 3 giugno 2014, n. 12370, in *Giur. comm.*, 2015, II, 299 ss., con nota di G. FERRI.

⁷¹⁷ Sul concetto di «socio che non hanno concorso alle deliberazioni» a cui spetta il diritto di recesso si veda: M. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2012, 40 ss.; C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, Giuffrè, 2008, 187.

alla circolazione delle azioni⁷¹⁸, sia poiché comporta una modificazione dello statuto concernente i diritti di voto.⁷¹⁹

Il tema del recesso a causa dell'imposizione di un limite alla circolazione delle azioni ha sicuramente una rilevanza pratica minore, giacché è prassi prevedere negli statuti che non spetti il diritto di recesso per le cause di cui all'art. 2437, comma 2 c.c. Ciò nonostante, l'o.p.a. endosocietaria non pone un limite giuridico alla circolazione delle azioni, ma solamente un limite di fatto: infatti, per poter godere pienamente dei diritti di voto oltre soglia sarà necessario effettuare un investimento maggiore. Inoltre, considerare l'o.p.a. obbligatoria come un limite alla trasferibilità delle azioni sarebbe contraddittorio, qualora si valuti che essa è prevista legislativamente per le società quotate, alle quali è contemporaneamente vietato di introdurre limiti alla libera trasferibilità dei titoli.⁷²⁰

Più problematico appare invece il rapporto fra previsione dell'o.p.a. endosocietaria e diritto di recesso in quanto la sterilizzazione del voto al superamento della soglia comporterebbe una modifica dei diritti di voto⁷²¹ ex art. 2437, comma primo, lett. g) c.c.⁷²²

Per quanto la previsione di un tetto all'esercizio dei diritti di voto non riguardi direttamente le singole azioni⁷²³, ma la posizione degli azionisti in ragione del

⁷¹⁸ Art. 2437, comma 2, lett. b) c.c.

⁷¹⁹ Art. 2437, comma primo, lett. g) c.c.

⁷²⁰ G. D'ATTORRE, nt. 637, 686.

⁷²¹ E questa causa di recesso è prevista in via inderogabile. Per di più, l'ultimo comma dell'art. 2437 c.c. prevede che «è nullo ogni patto volto ad escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso nelle ipotesi previste dal primo comma del presente articolo».

⁷²² Le deliberazioni assembleari che prevedono limitazioni statutarie all'esercizio del diritto di voto oppure scaglionamenti sono considerate come le ipotesi archetipiche delle modificazioni dei diritti di voto a cui consegue il recesso da A. PACIELLO, *Commento sub art. 2437-ter*, in *Società di capitali*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, II, Napoli, Jovene, 2004, 1113. Ritiene che spetti il diritto di recesso in tali casi anche A. ABU AWWAD, nt. 396, 341; L. DELLI PRISCOLI, nt. 387, 177; V. DI CATALDO, nt. 385, 228; V. CALANDRA BUONAURO, nt. 375, 296.

⁷²³ La sentenza della Corte d'Appello di Brescia del 2 luglio 2014 (in *Giur. comm.*, 2015, II, 1055 ss.) aveva affermato che il «diritto di voto di cui alla lettera g) dell'articolo 2437 c.c. non potrà pertanto che fare riferimento a quello statutariamente attribuito a ciascuna azione»; per una critica di questa impostazione, ed una proposta ermeneutica basata sui diritti di voto spettanti agli azionisti e non alle singole azioni, sia consentito il rimando a F. FORNASARI, *Recesso e «diritti di voto» delle azioni o degli azionisti?*, in *Giur. comm.*, 2017, II, 156 ss. Anche la recente sentenza della Suprema Corte n. 13875 del 1 giugno 2017 (in *Notariato*, 2017, 449), relativa al ricorso avverso la menzionata sentenza della Corte d'Appello di Brescia, ha avallato la tesi che il diritto di recesso ex art. 2437, comma primo, lett. g) riguardi qualsiasi modifica statutaria concernente i diritti di voto, e non solamente quelle relative ai diritti di voto delle singole azioni.

numero delle azioni possedute, la modifica è formale ed incide direttamente sulle modalità di attribuzione dei diritti di voto da parte dello statuto. Il fatto che essa sia idonea, in astratto, ad incidere in maniera eguale su tutti gli azionisti non dovrebbe influire sul risultato ermeneutico rispetto alla spettanza o meno del recesso. In primo luogo, perché l'art. 2437, comma primo, lett. g) c.c. non prevede che comportino il diritto di recesso solamente le modifiche che possano incidere in maniera diseguale, al momento della loro adozione, sulle azioni o sui soci. In secondo luogo, perché ciò che rileva ai sensi dell'art. 2437 c.c. sono le deliberazioni che modificano lo statuto: tali modifiche, non devono per forza incidere sui diritti delle singole azioni.⁷²⁴ Allo stesso modo, non vale ad escludere il recesso il fatto che la modifica dei diritti di voto è solamente potenziale, e non certa.⁷²⁵

È tuttavia necessario discutere un'ulteriore potenziale obiezione, relativa al caso specifico dei rapporti fra recesso, modificazioni dei diritti di voto ed o.p.a. obbligatoria. È stato infatti autorevolmente sostenuto che non spetti il diritto di recesso qualora lo statuto di una società quotata su un mercato regolamentato preveda un tetto al diritto di voto al momento del superamento della soglia rilevante, senza la promozione dell'o.p.a. obbligatoria.⁷²⁶ Infatti tale limitazione del diritto di voto consegue solamente ad una violazione di legge, è integrativa delle sanzioni legali previste dall'art. 110, comma primo t.u.f. e si trova, in una prospettiva funzionale, al di fuori dell'ambito del recesso. A prescindere dalla conclusività di tali considerazioni riguardo alle società quotate su di un mercato regolamentato⁷²⁷, è chiaro che non possono essere estese al caso di specie, in quanto la disciplina dell'o.p.a. obbligatoria non ha fonte legale e, per di più, non vengono richiamate, né possono essere adottate, le sanzioni di cui all'art. 110 t.u.f.

⁷²⁴ F. CHIAPPETTA, nt. 385, 495.

⁷²⁵ In via generale, è meritevole e da condividere l'obiettivo di limitare il più possibile il diritto di recesso: tuttavia, parrebbe più opportuno perseguire questo fine tramite il sindacato dei singoli atti di recesso, piuttosto che introducendo in via generale non chiarissime limitazioni alla spettanza del diritto di recesso; si veda F. FORNASARI, nt. 723, 167-8.

⁷²⁶ M. LAMANDINI, *Tetti azionari a presidio statutario dell'OPA e diritto di recesso*, in *Società*, 2015, 11, 1276 ss.

⁷²⁷ Per una critica, si veda F. FORNASARI, nt. 723, 165.

La spettanza del diritto di recesso potrebbe piuttosto essere esclusa sulla base di considerazioni funzionalistiche rispetto alle rationes dell'istituto. Se si considerasse che il recesso miri a garantire un diritto al disinvestimento, la quotazione sull'AIM sicuramente garantisce una maggiore liquidità dei titoli. Qualora invece si ritenesse il recesso come uno strumento di organizzazione dei rapporti endosocietari, la liquidità garantita dalla quotazione dovrebbe eliderne la necessità. Per di più, è probabile che l'o.p.a. endosocietaria di per sé non alteri il valore delle azioni, stante anche la generale previsione del diritto di recesso ex art. 2497-*quater* in caso di inizio, modifica o cessazione dell'attività di direzione e coordinamento. Infine, a prescindere dalla spettanza o meno del diritto di recesso, l'esercizio dello stesso da parte del socio potrebbe essere sindacato alla luce del canone di buona fede e correttezza.⁷²⁸

5.6. La proposizione dell'offerta ed il procedimento d'offerta

Come specificato in precedenza, la regolamentazione del procedimento d'offerta si rinviene sia nel modello di clausola di cui alla scheda 6 r.e. AIM che nell'art. 6-*bis* r.e. AIM, richiamato dalla clausola stessa. Il superamento della soglia rilevante comporta l'obbligo di comunicazione al c.d.a. dell'offerente e la promozione dell'offerta.⁷²⁹ L'art. 6-*bis* r.e. AIM prevede che «anche laddove non previsto dalla normativa vigente, gli offerenti dovranno pubblicare, ai fini di una completa informativa, un documento di offerta redatto secondo gli schemi previsti nell'Allegato 2° del Regolamento Emittenti Consob» specificando in prima pagina

⁷²⁸ F. FORNASARI, nt. 723, 167.

⁷²⁹ La promozione dell'offerta comporta che ai soci di minoranza non spetti il diritto di recesso per inizio o cessazione dell'attività di direzione e coordinamento di cui all'art. 2497-*quater*, comma primo, lett. c) c.c., considerando anche la (corretta) interpretazione ampia data dalla giurisprudenza (Trib. Milano alla nt. 647) al concetto di «offerta pubblica di acquisto» di cui al medesimo articolo. È tuttavia necessario chiedersi cosa succeda qualora inizi (o muti) l'attività di direzione e coordinamento, ma l'offerta non venga promossa perché sussiste un'esenzione: a parte il fatto che il recesso ovviamente non spetterà qualora non mutino le condizioni di rischio dell'investimento, probabilmente, considerata l'evoluzione dei sistemi multilaterali di negoziazione rispetto a quando è stata redatto l'art. 2497-*quater*, si potrebbe sostenere in via radicale che il recesso non spetti mai nel caso di inizio o cessazione dell'attività di direzione e coordinamento per le società ammesse all'AIM. Così come la giurisprudenza ha interpretato in maniera estensiva il concetto di offerta pubblica di acquisto, altrettanto estensivamente dovrebbe essere interpretato quello di azioni quotate in mercati regolamentati.

che né Consob né Borsa Italiana hanno esaminato o approvato il contenuto del documento. La collocazione topografica della disposizione non è felicissima: infatti, la sua presenza nell'art. 6-bis r.e. AIM, e non anche nel modello di clausola statutaria di cui alla scheda 6, comporta che essa non sia esplicitamente e direttamente vincolante rispetto agli scalatori, ma solo in quanto l'articolo 6-*bis* è richiamato dal modello di clausola statutaria.

La disposizione relativa alla pubblicazione del documento mette in luce una questione cruciale per lo svolgimento dell'offerta stessa: una volta sorto l'obbligo di o.p.a., il procedimento d'offerta può seguire due strade differenti, a seconda che l'offerta sia rivolta al pubblico⁷³⁰ secondo la normativa vigente, oppure no. Infatti qualora l'o.p.a. obbligatoria sia rivolta al pubblico, essa sarà regolata direttamente dal t.u.f. Questo comporterà anche un complicato intreccio fra le competenze di supervisione dell'offerta: infatti, mentre il Panel sarà competente riguardo alle questioni relative al sorgere dell'obbligo, la Consob vigilerà sullo svolgimento dell'offerta. Inoltre, all'offerta sarà applicabile *in integrum* la disciplina prevista dal t.u.f. Al contrario, qualora l'o.p.a. obbligatoria non sia rivolta al pubblico, le disposizioni del t.u.f. non saranno direttamente applicabili e la disciplina dell'offerta non avrà una fonte legale, bensì contrattuale.

Nel caso in cui l'offerta non sia direttamente regolata dal t.u.f., il Panel non deve approvare il documento d'offerta, né ha il potere di richiedere integrazioni al documento stesso. Inoltre, mentre il documento d'offerta viene redatto in base alle disposizioni ed agli allegati del Regolamento Emittenti Consob, non sono richiamate le norme in materia di comunicato del c.d.a. contenente un apprezzamento ed una valutazione dell'offerta⁷³¹ e dei suoi effetti sugli interessi dell'impresa, sull'occupazione e sulla localizzazione dei siti produttivi⁷³², né quelle in materia di informazione dei dipendenti⁷³³, né quelle sul parere dei rappresentanti dei lavoratori quanto alle ripercussioni sull'occupazione⁷³⁴.

⁷³⁰ Cioè ad un numero di investitori superiore a 150 ed abbia ad oggetto prodotti finanziari il cui corrispettivo totale sia superiore ad € 5.000.000.

⁷³¹ Art. 103, comma 3 t.u.f.

⁷³² Art. 103, comma 3-*bis* t.u.f.

⁷³³ Art. 102, comma 2 t.u.f.

⁷³⁴ Art. 103, comma 3-*bis* t.u.f.

Per quanto le norme che prevedono un diritto di informazione dei dipendenti riguardo all'offerta non siano adeguate a tutelare i lavoratori nei contesti delle acquisizioni⁷³⁵, l'assenza del richiamo a tali disposizioni risente in maniera determinante degli interessi che l'o.p.a. endosocietaria mira a tutelare e del gruppo di soggetti che l'hanno prodotta⁷³⁶: come precedentemente affermato, infatti, la clausola mira a risolvere un conflitto distributivo fra i soci di controllo (generalmente espressione della piccola e media industria italiana) ed i soci di minoranza (in particolare, gli investitori istituzionali⁷³⁷). In questo modo può dunque spiegarsi la "scomparsa" dei lavoratori rispetto al procedimento d'offerta.

La mancata previsione del comunicato del c.d.a. sulla valutazione dell'offerta, invece, probabilmente è dovuta al fatto che il c.d.a. è generalmente espressione del socio di controllo. Qualora l'o.p.a. obbligatoria segua alla cessione privata del pacchetto di controllo, è dunque lecito domandarsi quale sia la reale indipendenza del c.d.a. nel dare una valutazione sull'operazione. Nelle società quotate, la necessaria presenza di amministratori indipendenti⁷³⁸ ha permesso di mitigare in parte il rischio di collusione fra c.d.a. e socio di controllo nel caso dell'o.p.a. obbligatoria⁷³⁹: la presenza di amministratori indipendenti nei c.d.a. delle società quotate sull'AIM è stata invece introdotta solo recentissimamente con la riforma

⁷³⁵ S. DEAKIN-A. SINGH, *The stock market, the market for corporate control and the theory of the firm: legal and economic perspectives and implications for public policy*, disponibile su www.ssrn.com, 2008, 25; A. JOHNSTON, *Takeover regulation: historical and theoretical perspectives on the City Code*, in *Cambridge law journal*, 2007, 455; *contra*, ritiene che le regole di trasparenza nei confronti dei lavoratori abbiano una notevole importanza pratica perchè permettono ai lavoratori di impiegare più efficacemente lo strumento dello sciopero F.M. MUCCIARELLI, nt. 641, 70-1; per una discussione del rapporto fra politiche del *Labour Party* e regolamentazione dei *takeovers* nel Regno Unito si veda anche C. BRUNER, *Power and purpose in the "Anglo-American" corporation*, in *Virginia journal of international law*, 2010, 50, 625 ss. Sebbene nel breve termine l'effetto di un *takeover* sull'occupazione è negativo, gli studi sulle conseguenze delle acquisizioni nel medio-lungo termine non sono conclusivi, B. SJAFJELL, *Political path dependency in practice: the takeover directive*, in *Yearbook of European law*, vol. 27, 399.

⁷³⁶ Tuttavia, nei sistemi di autoregolamentazione può anche accadere che i soggetti produttori e destinatari delle norme scelgano alcune regole che non sono nel loro interesse, al fine di mantenere il monopolio rispetto alla produzione normativa, escludere il legislatore ed evitare la messa in discussione del "sistema normativo" autoregolamentare nel suo complesso.

⁷³⁷ Per una panoramica della presenza degli investitori istituzionali nel capitale delle società ammesse all'AIM Italia, A. LAMBIASE, nt. 697, 79 ss.

⁷³⁸ Art. 147-ter, comma 4 t.u.f.

⁷³⁹ Art. 39-bis r.e. Consob.

dell'estate 2020⁷⁴⁰, che tuttavia non ha modificato la disciplina dell'o.p.a. endosocietaria in materia di comunicati. Se la valutazione dell'offerta del c.d.a. rischia di essere influenzata da potenziali conflitti di interesse, la valutazione dell'offerta rispetto all'impresa, all'occupazione ed alla localizzazione dei siti produttivi non è stata probabilmente prevista per le ragioni già esplicitate in relazione al parere dei rappresentanti dei lavoratori.

Il periodo di adesione delle o.p.a. era concordato fra l'offerente ed il Panel, entro un minimo di 15 ed un massimo di 25 giorni⁷⁴¹. A partire dall'estate 2020, invece, il periodo di adesione è concordato direttamente con Borsa Italiana, senza la previsione di un numero minimo e massimo di giorni, oppure con la Consob qualora l'offerta rappresenti un'offerta al pubblico. Inoltre, sono applicabili le disposizioni relative alla modifica delle offerte⁷⁴² ed alla presentazione di offerte concorrenti⁷⁴³. Infine, non sono richiamate né la regola di neutralità, né quella di neutralizzazione, che non saranno di conseguenza applicabili.

5.6.1. La mancata proposizione dell'offerta e la sterilizzazione del voto

Il superamento della soglia e la mancata proposizione dell'offerta comportano la sterilizzazione dei diritti di voto eccedenti la soglia rilevante⁷⁴⁴. La limitazione del diritto di voto è sostanzialmente l'unica sanzione che opera in via automatica e diretta per la violazione delle regole sull'o.p.a. obbligatoria.⁷⁴⁵ Mentre il t.u.f. prevede un sistema di sanzioni compiuto⁷⁴⁶ che possono essere adottate

⁷⁴⁰ Art. 6-*bis* r.e. AIM Italia.

⁷⁴¹ Art. 40, comma 2, lett. a) r.e. Consob.

⁷⁴² Art. 43 r.e. Consob.

⁷⁴³ Art. 44 r.e. Consob.

⁷⁴⁴ Al contrario, la sanzione prevista dall'art. 110, comma primo t.u.f. prevede che venga sterilizzato il diritto di voto inerente all'intera partecipazione.

⁷⁴⁵ La possibilità di ottenere il risarcimento del danno, oppure la coercibilità dell'obbligo tramite l'art. 2932 c.c. saranno discusse in seguito. In ogni caso, bisogna notare che tali rimedi sono esperibili *ex post*, necessitano dell'intervento del giudice per potere essere effettivi e riguardano i singoli soci individualmente rispetto allo scalatore.

⁷⁴⁶ Sul punto si veda R. GUIDOTTI, *L'opa obbligatoria e le conseguenze della sua mancata promozione*, in *Contr. impr.*, 2010, 869 ss.; F. M. MUCCIARELLI, nt. 641, 202 ss.

direttamente dalla Consob⁷⁴⁷, la mancanza di un'autorità di vigilanza che possa esercitare poteri amministrativi⁷⁴⁸ rende sostanzialmente impossibile adottare un sistema di sanzioni esaustivo. L'imposizione di un tetto ai diritti di voto diviene quindi un elemento centrale della disciplina e, soprattutto, della sua efficacia.

Per come è strutturato il modello di clausola, è evidente che il tetto⁷⁴⁹ riguarda le azioni possedute da un singolo socio⁷⁵⁰, e che riguarda tutte le azioni indistintamente⁷⁵¹, non una specifica categoria⁷⁵² (e quindi la disposizione rientra fra quelle regolate dal comma terzo dell'art. 2351 c.c.). La particolarità risiede dunque nel fatto che l'operatività del tetto ai diritti di voto è condizionata alla mancata proposizione dell'offerta⁷⁵³. Tale condizione di applicabilità, non trasforma in alcun modo i titoli in azioni a voto condizionato, ma deve essere valutata alla stregua dell'art. 1355 c.c. Visti gli ingenti oneri procedurali ed i costi associati alla promozione dell'offerta, sembrerebbe che non si possa considerare la promozione dell'offerta come una condizione meramente potestativa, dipendente dal «capriccio»⁷⁵⁴ della parte.

Bisogna notare che la sterilizzazione del voto, come prevista dalla scheda 6 r.e. AIM (e come generalmente recepita negli statuti delle società quotate), non

⁷⁴⁷ Relativamente a quali violazioni della normativa sull'o.p.a. obbligatoria comportino le sanzioni di cui all'art. 110 t.u.f., ed in particolare la sospensione del voto, si veda l'ord. Trib. Genova, 8 novembre 2016, in *Società*, 2017, 465, con nota di P. GIUDICI.

⁷⁴⁸ Sebbene il r.e. AIM talvolta definisca «poteri amministrativi» i poteri del Panel, è chiaro che il Panel, nell'espletamento delle sue funzioni, non esercita alcun potere amministrativo, inteso in senso tecnico.

⁷⁴⁹ In generale sui tetti di voto si veda G. RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, in *Riv. dir. soc.*, 2016, 294 ss.

⁷⁵⁰ Di conseguenza, la clausola rientra fra quelle “personalistiche”, si veda E. MARCHISIO, *La “maggiorazione del voto” (art. 127-quinquies t.u.f.): récompense al socio “stabile” o truccage del socio di controllo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, pag. 79.

⁷⁵¹ La previsione di un tetto ai diritti di voto non comporta la costituzione di una categoria speciale di azioni ai sensi dell'art. 2348 c.c.

⁷⁵² Il voto condizionato di cui al comma 2 dell'art. 2351 c.c. riguarda invece una specifica categoria di azioni. Tuttavia, sia le clausole che prevedono un tetto ai diritti di voto esercitabili, sia le azioni a voto condizionato, comportano, alla stessa maniera, la sospensione del diritto di voto, C. FORMICA, *Art. 2351*, in *Commentario breve al diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, Cedam, 2017, 407.

⁷⁵³ Per quanto la sterilizzazione del diritto di voto è concepita come una sanzione per la mancata proposizione dell'offerta, non ritengo che sia necessario analizzarne la liceità nel contesto del dibattito sulle pene private, come è stato fatto da G. D'ATTORRE, nt. 637, 696. Infatti la “pena” della sospensione del voto rientra fra gli strumenti disponibili per i soci per limitare i diritti di voto, subordinandoli a determinati avvenimenti.

⁷⁵⁴ A. TORRENTE-P. SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, Milano, Giuffrè, 2015, 227.

sanzionava tutti i casi di mancata promozione dell'o.p.a. Infatti, è previsto che comporti la sterilizzazione del voto della partecipazione eccedente solamente il superamento della soglia di cui all'art. 106, comma 1 t.u.f. Tale specifica indicazione de facto esclude la sanzione per il superamento della soglia del 25% per le società che non siano PMI⁷⁵⁵ e per la violazione delle regole sull'o.p.a. incrementale⁷⁵⁶.

La riforma del 2014⁷⁵⁷, ha previsto, per le società che non siano PMI⁷⁵⁸, due obblighi di offerta, al superamento della soglia del 25% e del 30%, non mutualmente esclusivi: al contrario, il comma 1-*bis* rende esplicito che il superamento di entrambe le soglie comporta l'o.p.a. obbligatoria, richiamando il primo comma tramite il connettivo «anche»⁷⁵⁹. Il semplice richiamo dell'art. 106, comma 1, e quindi della soglia del 30%, esclude che venga sterilizzato il diritto di voto della partecipazione eccedente di chi superi la soglia del 25%, senza superare la soglia del 30%⁷⁶⁰ e senza promuovere l'offerta. Alla stessa maniera, il mancato richiamo dell'art. 106, comma 3, lett. b) t.u.f. comporta che al superamento della soglia dell'o.p.a. incrementale senza proposizione dell'offerta non consegua la sterilizzazione del voto della partecipazione eccedente.

La sanzione della sospensione del voto è quindi strutturata in maniera incompleta e non riesce a colpire tutti i casi di violazione della clausola statutaria. Bisogna notare che tale incompletezza non è dettata dall'impossibilità giuridica di prevedere la sterilizzazione del voto per tutte le violazioni dei casi di o.p.a. obbligatoria previsti dall'art. 106 t.u.f. Al fine di aumentarne l'efficacia sanzionatoria, il modello di clausola dovrebbe essere modificato in modo da ricomprendere tutti i casi di violazione.

⁷⁵⁵ Art. 106, comma primo-*bis* t.u.f.

⁷⁵⁶ Art. 106, comma 3, lett. b) t.u.f.

⁷⁵⁷ D.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito in legge con modifiche nella l. 11 agosto 2014, n. 116.

⁷⁵⁸ Come definite dall'art. 1, comma primo, lett. w-quater. l) t.u.f.

⁷⁵⁹ Il superamento della soglia del 30%, in relazione a quella del 25%, costituisce una sorta di o.p.a. obbligatoria incrementale di portata più ampia, F. FORNASARI, nt. 663, 861.

⁷⁶⁰ In una società che non sia una PMI.

In sede di riforma del regolamento emittenti nell'estate 2020, Borsa Italiana sembra aver recepito queste osservazioni formulate dalla dottrina⁷⁶¹ e la nuova formulazione del modello di clausola contenuto nella scheda sei del regolamento emittenti afferma espressamente che il superamento di tutte le soglie di cui all'art. 106 t.u.f. senza la comunicazione al c.d.a. e la proposizione dell'offerta comporta la sterilizzazione del diritto di voto.

Sebbene non siano applicabili le altre sanzioni previste dall'art. 110 t.u.f., si deve discutere la possibilità per i singoli soci di richiedere il risarcimento del danno da mancata proposizione dell'o.p.a. oppure di richiedere al giudice la condanna in forma specifica di cui all'art. 2932 c.c.

Ritengo che non sia possibile chiedere al Tribunale la condanna dello scalatore alla conclusione del contratto di acquisto delle azioni⁷⁶²: infatti, il processo di proposizione dell'offerta è altamente procedimentalizzato e richiede la stesura del documento d'offerta⁷⁶³, che non può essere compiuta dal Giudice. Poiché gran parte del diritto delle acquisizioni mira a fornire agli azionisti oblati le informazioni necessarie per poter valutare con cognizione di causa se accettare o meno l'offerta, sarebbe illogico cercare di tutelare gli azionisti tramite l'esecuzione in forma specifica dell'obbligo, privandoli di tutte le informazioni considerate necessarie per decidere razionalmente.

Al contrario, pare plausibile affermare la risarcibilità del danno derivante dalla mancata proposizione dell'offerta⁷⁶⁴, specularmente a quanto affermato dalla

⁷⁶¹ Sia consentito il rimando a F. FORNASARI, *L'o.p.a. obbligatoria per le società ammesse all'AIM Italia*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 63 ss.

⁷⁶² Sull'inapplicabilità dell'art. 2932 c.c. nel caso di mancata proposizione dell'o.p.a. "legale" la dottrina è pressoché concorde: si vedano, *ex multis*, G. ROMAGNOLI, *Diritti dell'investitore e dell'azionista nell'opa obbligatoria*, Padova, Cedam, 2005, 103; F. CARBONETTI, *Opa obbligatoria e diritti degli azionisti*, in *Dir. banca mer. fin.*, 2005, 641; A. TUCCI, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto. Rimedi e tutele*, Milano, Giuffrè, 2008, 70.

⁷⁶³ Ritieni che questa obiezione non sia decisiva ad escludere l'applicabilità dell'art. 2932 c.c. A. POMELLI, *Inadempimento dell'obbligo di opa totalitaria e tutela risarcitoria: il caso è chiuso(?)*, in *Società*, 2016, 580. L'Autore ritiene invece che la previsione delle sanzioni di cui all'art. 110 t.u.f. sia l'elemento decisivo per escludere l'applicabilità dell'art. 2932 c.c.: vista l'inapplicabilità delle sanzioni *ex art.* 110 t.u.f. nel caso dell'o.p.a. endosocietaria, qualora si condivida la ricostruzione dell'Autore, si potrebbe affermare la possibilità di agire in giudizio per la pronuncia di una sentenza che produca gli effetti del contratto di compravendita non concluso.

⁷⁶⁴ Nello stesso senso, C. MOSCA, *Acquisti di concerto*, nt. 637, 1350. *Contra* G. D'ATTORRE, nt. 637, 701.

Suprema Corte nelle diverse sentenze relative al caso SAI-Fondiarina in relazione all'o.p.a. legislativa.⁷⁶⁵ Nel contesto dell'o.p.a. statutaria, d'altra parte, le ragioni che avevano spinto alcuni interpreti e la Corte d'Appello di Milano a ritenere che l'o.p.a. obbligatoria consistesse in un mero onere sono del tutto assenti: infatti, non è presente un sistema di sanzioni compiuto, contrariamente al modello legislativo; la regola è sicuramente di diritto societario, e non riguarda invece esclusivamente il mercato finanziario⁷⁶⁶. Se ne deve dedurre che il danno derivante dall'inadempimento dell'obbligo è risarcibile.

5.6.2. L'accertamento del superamento della soglia e la sospensione del diritto di voto

La questione della titolarità ad accertare il superamento della soglia si pone in maniera differente per le società che non abbiano ancora adeguato il proprio statuto alle modifiche introdotte nell'estate 2020 e quelle che invece abbiano già introdotto oppure introdurranno le modifiche richieste entro la scadenza del 30 giugno 2021. Le formulazioni della clausola sono infatti differenti ed è mutato il potere di accertamento del c.d.a. della società *target* rispetto al superamento della soglia. Si analizzerà in primo luogo cosa dispone la clausola attualmente vigente, per poi procedere alla discussione delle modifiche recentemente introdotte.

Il modello di clausola statutaria prevede che la sospensione del diritto di voto relativo alla partecipazione eccedente possa «essere accertata in qualsiasi momento dal consiglio di amministrazione⁷⁶⁷». La previsione potrebbe generare problemi di armonizzazione con l'art. 2371 c.c. che attribuisce al presidente dell'assemblea⁷⁶⁸,

⁷⁶⁵ La risarcibilità del danno derivante dalla mancata promozione dell'o.p.a. obbligatoria è stata oggetto di un intensissimo dibattito: anche per ampi richiami bibliografici, si vedano i contributi di A. POMELLI, nt. 115, 564 ss. e R. GHETTI, *Riflessioni critiche sulle conseguenze della violazione dell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto totalitaria*, di prossima pubblicazione in *Giur. comm.*, 2017, II, 1024 ss.

⁷⁶⁶ Se l'o.p.a. obbligatoria endosocietaria venisse comunque considerata come una disposizione relativa al mercato azionario difficilmente potrebbe affermarsi la sua validità e natura sociale.

⁷⁶⁷ Il superamento della soglia è accertato quindi al c.d.a. nella sua dimensione collegiale.

⁷⁶⁸ Sul ruolo e sui poteri del presidente dell'assemblea dopo la riforma del 2003, si veda S. ALAGNA, *Il presidente dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2005, *passim*; F. MASSA FELSANI, *Il ruolo del presidente nell'assemblea di s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 2004, *passim*; e

come potere proprio⁷⁶⁹ che non può essere modificato dallo statuto⁷⁷⁰, quello di accertare la legittimazione al voto dei soci. Come si armonizzano dunque il potere di accertamento, da parte del c.d.a., della sospensione del diritto di voto, ed il potere del presidente dell'assemblea di accertare (e sancire) la legittimazione all'esercizio del voto? E qualora venga escluso chi è legittimato al voto, oppure venga ammesso chi non è legittimato perché oltre soglia, come si dovranno distribuire le responsabilità? La questione della responsabilità rispetto all'accertamento del superamento della soglia risulta ulteriormente complicata dal possibile intervento del Panel.

Se l'accertamento del superamento della soglia è piuttosto agevole nel caso in cui venga oltrepassata da un singolo azionista in seguito all'acquisizione di un pacchetto di controllo, al contrario diviene molto più difficile quando dipende da un'azione di concerto. La discussione concerne il potere del presidente di indagare personalmente se un socio, od un gruppo di soci, si ritrovi oltre la soglia rilevante e se egli possa discostarsi dalle valutazioni effettuate dal c.d.a. Ritengo che a questa domanda debba essere data una risposta negativa. La maggior parte della dottrina⁷⁷¹, nonché la giurisprudenza⁷⁷², infatti, limitano il potere del presidente di escludere dalla votazione i soci ai casi in cui la carenza di legittimazione appaia *ictu oculi*.⁷⁷³ Le ragioni di tale impostazione dipendono sia dal timore che il presidente

lo studio del CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *Il presidente dell'assemblea*, Studio d'impresa n. 70/2009/I, disponibile sul sito www.notariato.it.

⁷⁶⁹ LAURINI, *Commento all'art. 2371 c.c.*, in *Assemblea*, a cura di Picciau, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti-A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari, Milano, Giuffrè, 2008, 155. L'art. 2371 c.c. *post-riforma* sembra infatti stabilire che il presidente dell'assemblea è titolare di un ufficio autonomo e, quindi, di alcuni poteri propri non disponibili da parte dell'assemblea.

⁷⁷⁰ R. LENER-A. TUCCI, *Società per azioni. L'Assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da R. Costi, 2012, 116.

⁷⁷¹ CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, nt. 768, 23.

⁷⁷² Trib. Brescia, 3 giugno 2009, in *Società*, 2010, 1075 ss. con commento di G. MINA, *Il presidente dell'assemblea di s.p.a. e la legittimazione del socio all'esercizio del diritto di voto*, e discussa anche da D. RIZZARDO, *I poteri del presidente dell'assemblea di s.p.a. ed il controllo giudiziale sui suoi atti*, in *Le società nel processo*, a cura di C. Consolo-G. Guizzi-I. Pagni, Torino, Giappichelli, 2012, 167 ss.

⁷⁷³ Non vi è tuttavia unanimità riguardo alle modalità in cui tale controllo dovrebbe essere effettuato ed ai limiti esatti del concetto di *prima facie*. Rizzardo suggerisce infatti di limitare il sindacato del presidente a quegli accertamenti che non comportino una dilazione significativa dell'inizio dell'assemblea, a prescindere dal fatto che l'accertamento si limiti a constatare fatti evidenti o meno; si veda D. RIZZARDO, nt. 772, 173.

dell'assemblea possa abusare dei propri poteri per influenzare le deliberazioni⁷⁷⁴, sia dal fatto che l'esercizio del potere di esclusione del presidente non può essere sindacato in sede assembleare, ma solamente tramite l'impugnazione della delibera.⁷⁷⁵

Da queste premesse deriva che il presidente, per quanto debba valutare in sede assembleare la legittimazione all'esercizio del voto, in assenza di un accertamento da parte del c.d.a. rispetto al superamento della soglia da parte di un azionista, non potrà autonomamente accertare il superamento della soglia e, di conseguenza, limitare i voti di uno o più azionisti alla soglia rilevante.⁷⁷⁶ Ne consegue anche che il presidente non potrà essere ritenuto civilmente responsabile⁷⁷⁷ dell'ammissione o dell'esclusione dal voto di un socio, quando tale scelta sia effettuata in conformità alla deliberazione del c.d.a.

È quindi necessario indagare quali siano i poteri e le responsabilità del c.d.a. nell'accertamento del superamento della soglia. È tuttavia chiaro che anche il potere di accertamento del c.d.a. potrebbe risentire dei limitati poteri ispettivi necessari ad individuare un'eventuale azione di concerto rimasta occulta, per quanto tale problema possa in parte essere risolto dall'intervento del Panel. Infatti, il modello di clausola prevede che sia la società che gli azionisti possano richiedere l'interpretazione preventiva e le raccomandazioni del Panel riguardo ad ogni questione che possa sorgere in relazione all'offerta pubblica di acquisto⁷⁷⁸. Il Panel, nel fornire la risposta, ha la «facoltà di chiedere a tutti gli eventuali interessati tutte le informazioni necessarie per fornire una risposta adeguata e corretta». Di conseguenza, l'intervento del Panel potrebbe, almeno in parte, ovviare al difetto di poteri ispettivi del c.d.a.

⁷⁷⁴ Rischio potenzialmente elevato quando il presidente dell'assemblea sia anche un membro dell'organo amministrativo.

⁷⁷⁵ Trib. Brescia, nt. 772, 1076.

⁷⁷⁶ Ritengo invece che sia possibile ricorrere *ex art. 700 c.p.c.* per ottenere l'inibitoria dell'esercizio del voto in assemblea, come affermato dal Trib. Milano nelle ordinanze dell'11 luglio 2012 nel caso Salini-Impregilo, pubblicate in *Riv. dir. soc.*, 2013, 96 ss.

⁷⁷⁷ Sulla responsabilità civile del presidente dell'assemblea si veda S. ALAGNA, *Poteri e responsabilità del presidente dell'assemblea nelle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, 529 ss.

⁷⁷⁸ Di conseguenza, anche quando l'offerta non sia ancora stata promossa.

L'accertamento (o meno) del superamento della soglia potrebbe ledere sia i diritti⁷⁷⁹ del soggetto oltre la soglia, sia quelli degli altri soci, a cui l'offerta dovrebbe essere indirizzata.

Per quanto riguarda il socio, od il gruppo di soci, che vedano limitato il proprio diritto di voto dal c.d.a., essi saranno sicuramente autorizzati ad impugnare la delibera in base all'art. 2388, comma 4 c.c.⁷⁸⁰: la delibera limita infatti il diritto del socio ad esprimere il voto. In tale caso, se la soglia è stata superata da un solo socio, egli sicuramente possiede il quorum previsto dall'art. 2377, comma 3 c.c. Qualora invece la soglia venga superata in seguito ad un acquisto di concerto, e non tutti i soci che agiscono di concerto intendano impugnare la delibera di accertamento del c.d.a., alcuni dei soci potrebbero non possedere il *quorum* necessario per l'impugnazione.

Il problema del *quorum* si propone anche qualora il c.d.a. accerti che il superamento della soglia rilevante non sussista. Tale delibera, astrattamente, lede direttamente il diritto degli altri soci a ricevere l'offerta e a vedere limitato il diritto di voto del socio oltre soglia e, quindi, sarebbe impugnabile ai sensi dell'art. 2388, comma 4 c.c. Ai soci che non raggiungessero il quorum, dunque, resterebbe soltanto la possibilità di ottenere il risarcimento del danno subito⁷⁸¹.

⁷⁷⁹ Sul concetto di «diritti» dei soci rispetto all'art. 2388, comma 4 c.c. si veda l'ordinanza del Trib. Milano del 29 marzo 2014, n. 11587, in *Giur. comm.*, 2015, II, 661 ss., con nota di M. MARINI. La lesione dei diritti dei soci che legittima l'impugnazione della delibera del c.d.a. non potrà riguardare la lesione dell'interesse alla legalità della deliberazione, né ricomprendere le delibere che, danneggiando direttamente la società, danneggino di riflesso anche i diritti di tutti i soci; F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 2004, 120.

⁷⁸⁰ L'art. 2388, comma 4 c.c. prevede che all'impugnazione dei soci si applichino, in quanto compatibili, gli artt. 2377 e 2378 c.c. È discusso in dottrina se la parte relativa ai *quorum* dell'art. 2377 sia applicabile al caso di specie, oppure sia incompatibile con l'impugnazione delle delibere consiliari. Sostengono che i *quorum* siano applicabili G. GUERRIERI, *Art. 2388*, in *Commentario breve al diritto delle società*⁴, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, Cedam, 2017, 729; R. SACCHI, *La tutela obbligatoria degli azionisti nel nuovo art. 2377 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. Benazzo, S. Patriarca e G. Presti, Milano, Giuffrè, 2003, 160. Ritiene che applicare il *quorum* all'impugnazione di tali delibere sarebbe incongruo M. IRRERA, *La patologia delle delibere consiliari nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 1137.

⁷⁸¹ Sul risarcimento del danno subito dal singolo socio si veda G. GUERRIERI, *Art. 2377*, in *Commentario breve al diritto delle società*⁴, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, Cedam, 2017, 632; R. SACCHI, *La tutela delle minoranze tra tutela indennitaria e rimedi demolitori*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 231 ss.; M. VENTORUZZO, *Il risarcimento dei danni da deliberazione assembleare invalida a favore dei soci non legittimati ad impugnare*, in *Riv. soc.*, 2013, 629 ss.

In ogni caso, qualora il c.d.a. non assuma una deliberazione formale rispetto al superamento o al mancato superamento della soglia, i singoli soci potranno richiedere il risarcimento del danno diretto ex art. 2395 c.c.⁷⁸²

Il nuovo modello di clausola esclude invece che il c.d.a. possa accertare in qualsiasi momento il superamento della soglia e non prevede una sua partecipazione al procedimento di accertamento del superamento. Dal momento della modifica degli statuti societari entro giugno 2021, dunque, resteranno valide le considerazioni svolte in materia di poteri del presidente dell'assemblea relative all'accertamento del superamento della soglia, per quanto lo stesso non sia più vincolato dall'accertamento del c.d.a. Manterranno inoltre valore le osservazioni in merito al potenziale intervento del Panel. Invece, il c.d.a. perderà il suo ruolo in materia di accertamento.

5.7. L'“autorità” di supervisione dell'offerta: il Panel

L'operatività ed il funzionamento della disciplina dell'o.p.a. obbligatoria legale sono indissolubilmente legati all'intervento ed al ruolo svolto dalla Consob. È dunque evidente che la previsione di una disciplina dell'o.p.a. obbligatoria statutaria, al fine di essere effettiva ed efficace, deve “sostituire” l'autorità di vigilanza con un altro organo⁷⁸³ che ne svolga, almeno in parte, le funzioni⁷⁸⁴. Il modello di clausola del r.e. AIM prevede che il ruolo dell'autorità di vigilanza sia svolto da un organo denominato Panel, composto da tre membri nominati da Borsa Italiana. Le funzioni del Panel possono essere raggruppate in tre macro-categorie: (i) funzioni di gestione, organizzazione ed amministrazione dell'o.p.a. obbligatoria; (ii) funzioni di consulenza e di “interpretazione autentica” della disciplina, prima e

⁷⁸² In generale, sull'art. 2395 c.c. si veda V. PINTO, *La responsabilità degli amministratori per “danno diretto” agli azionisti*, in *Il nuovo diritto societario*, liber amicorum Gian Franco Campobasso, 2, Torino, Utet, 2006, 893 ss.

⁷⁸³ Il termine organo è utilizzato in maniera atecnica, e non nell'accezione di organo amministrativo.

⁷⁸⁴ L'intervento della Consob nel processo dell'o.p.a. obbligatoria è così importante che è stata sostenuta l'invalidità di una clausola statutaria che si limitasse a rendere applicabili gli articoli del t.u.f. relativi all'o.p.a. obbligatoria, mediante mero richiamo, proprio a causa dell'impossibilità dell'intervento della Consob; G. D'ATTORRE, nt. 637, 683.

durante lo svolgimento dell'offerta; (iii) funzioni di "giudice" delle controversie che possano insorgere relativamente all'applicazione od interpretazione della clausola in materia di o.p.a. obbligatoria.

Mentre queste sono le attuali funzioni svolte, quando le clausole statutarie saranno modificate entro giugno 2021 il Panel "perderà" la funzione di giudice delle controversie e quella di "consulente".

Le funzioni esercitate⁷⁸⁵, così come la nomenclatura utilizzata e la mancanza di una legge che attribuisca al Panel i poteri di vigilanza dell'offerta richiamano evidentemente la figura del UK Takeover Panel: tuttavia, le somiglianze sono più apparenti che reali, e le principali caratteristiche, non solo giuridiche, ma soprattutto storiche e materiali, che hanno permesso il successo⁷⁸⁶ del modello di regolamentazione britannico, non paiono presenti nel caso del Panel per l'AIM Italia. Le somiglianze si ridurranno ulteriormente a partire dall'estate 2021, quando il Panel manterrà esclusivamente una funzione di vigilanza dell'offerta più simile a quella dell'autorità di supervisione e meno eclettica.

Bisogna in primo luogo notare che il UK Takeover Panel ha poteri molto più ampi, amministrando lo svolgimento di tutte le offerte pubbliche di acquisto e scrivendo direttamente le regole per la conduzione delle offerte. Inoltre, l'o.p.a. obbligatoria per l'AIM Italia, così come i poteri e le funzioni del Panel, hanno natura contrattuale: di conseguenza, essi dovranno essere scrutinati sulla base della disciplina del codice civile; per di più, il contenzioso che potrebbe sorgere dall'esercizio di tali poteri seguirà le regole del codice di procedura civile. Al contrario, la natura contrattuale dei poteri del UK Takeover Panel, sebbene paventata da alcuni autori in passato⁷⁸⁷, è stata esclusa dalla dottrina e dalla

⁷⁸⁵ Sulle funzioni del UK Takeover Panel si veda G. MORSE, *The many roles of the Panel*, in *Journal of business law*, 2004, 476 ss.

⁷⁸⁶ Ovviamente il "successo" del UK Takeover Panel riguarda in questo caso le modalità di regolamentazione rispetto all'obiettivo che si vuole conseguire, e non tanto un giudizio di valore positivo, in sé e per sé, della regolamentazione delle acquisizioni previste nel UK Takeover Code.

⁷⁸⁷ B. RIDER, *Regulation of British securities industry*, Oyez, 1979, 9-10.; R. FALKNER, *Judicial review of the Takeover Panel and self-regulatory organisations*, in *Journal of international business law*, 1987, 2, 103; *R v Jockey Club, ex parte Aga Khan* [1993] 2 All E.R. 853, 875.

giurisprudenza⁷⁸⁸. Inoltre, il contenzioso relativo alle decisioni del Panel, si svolge quasi interamente al di fuori delle Corti, di fronte ad un “sistema giudiziario” autonomo che prevede “più gradi di giurisdizione”⁷⁸⁹. Sebbene a partire dal noto caso *Datafin*⁷⁹⁰ sia stato previsto che le decisioni del Takeover Appeal Board⁷⁹¹ possano essere soggette a *judicial review*⁷⁹², è stato tuttavia chiarito, con un approccio molto deferente⁷⁹³ nei confronti del UK Takeover Panel, che le probabilità di intervento sono molto basse e che la review debba essere storica⁷⁹⁴, e cioè che la decisione debba valere pro futuro, e non per il caso concreto in discussione. Un approccio in parte modificato nel caso *Guinness*⁷⁹⁵, dove è stato specificato che un intervento contemporaneo del Tribunale rispetto all’offerta è consentito, qualora questo intervento non pregiudichi il bisogno di una decisione definitiva e veloce. In ogni caso, la possibilità di ricorrere avverso le decisioni del Panel e, quindi, gli spazi per contenziosi tattici⁷⁹⁶, sono limitatissimi anche dopo l’adozione della direttiva o.p.a.⁷⁹⁷ Inoltre, nonostante lo stesso Companies Act del

⁷⁸⁸ J. BLACK, *Constitutionalising self-regulation*, in *Modern law review*, 1996, 59, 33; T. OGOWEWO, *Is contract the juridical basis of the Takeover Panel?*, in *Journal of international banking law*, 1997, 12, 20-1; *R v Advertising Standards Authority ex p Insurance Services Plc* [1990] 2 Admin. LR 77.

⁷⁸⁹ Sono previsti anche l’Hearings Committee ed il Takeover Appeal Board.

⁷⁹⁰ *R v Panel on Takeovers and Mergers, ex p Datafin Plc* [1987] QB 815.

⁷⁹¹ Infatti, affinché possa essere richiesta la *judicial review* delle decisioni del Panel è necessario che sia stato fatto ricorso a tutti i gradi di giurisdizione previsti dal Takeover Code.

⁷⁹² Come è stato chiarito nella sentenza *Datafin*, le ragioni sulla base delle quali può essere richiesta la *judicial review* sono: (i) *illegality*; (ii) *irrationality*; (iii) *procedural impropriety*. Si veda anche D. DURRSCHMIDT, *Judicial review of Takeover Panel decisions*, in *European business law review*, 2005, 1133 ss.; P. CANE, *Self-Regulation and Judicial Review*, in *Civil Justice Quarterly*, 1987, 324, 331-3, 343-4. Un’ampia discussione dei casi in cui le decisioni di un soggetto, a cui non sono attribuiti poteri in via legislativa, possano essere soggette a *judicial review* è presente nella recente sentenza *R (on the application Holmcroft Properties Ltd) v KPMG LLP* [2016] EWHC 323.

⁷⁹³ D. KERSHAW, *Web Chapter A: The Market for Corporate Control*, Oxford, Oxford University Press, 2010, 31.

⁷⁹⁴ La ragione di tale approccio deriva dal timore che la possibilità di agire in giudizio comporti un rischio di “contenzioso tattico” e che possa interferire con il bisogno di speditezza e definitività delle decisioni durante il periodo dell’offerta.

⁷⁹⁵ *R v Panel on Takeovers and Mergers, ex p Guinness plc* [1989] 1 All ER 509.

⁷⁹⁶ Si vedano T. OGOWEWO, *Tactical Litigation in Hostile Takeover Bids*, in *Journal of Business Law*, 2007, 6, 589 ss.; J. MUKWIRI, *The Myth of Tactical Litigation in UK Takeovers*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2008, 8, 384.

⁷⁹⁷ Uno dei maggiori timori, durante tutto il processo di negoziazione della direttiva, era che fornire al Panel una base legislativa avrebbe potuto danneggiare le peculiari caratteristiche della regolamentazione britannica (flessibilità, velocità e certezza delle decisioni assunte dal Panel) e creare il rischio di contenziosi tattici. Sulle “virtù” dell’autoregolamentazione britannica si vedano A. OGUS, *Rethinking self-regulation*, in *Oxford journal of legal studies*, 1995, 15, 87-97; M.

2006⁷⁹⁸ permetta al Panel di richiedere un'ingiunzione per assicurare la compliance con le decisioni del Panel, è raro che tale potere venga utilizzato⁷⁹⁹.

Tuttavia, le differenze fra il Panel previsto dal r.e. AIM ed il UK Takeover Panel non risiedono solamente nell'origine e nell'estensione dei poteri, nella diversa struttura, e nel diverso ruolo che può esercitare l'autorità giudiziaria rispetto alle decisioni dei due organi. Probabilmente, le maggiori divergenze che potrebbero impedire al Panel previsto dal r.e. AIM di essere altrettanto efficace nell'amministrazione dell'o.p.a. obbligatoria risiedono nell'origine storica del UK Takeover Panel. Per quanto esuli dal presente scritto una completa trattazione del tema, è condiviso in dottrina che le ragioni del successo del Panel siano da individuarsi sia nell'atteggiamento deferente dello Stato rispetto all'autoregolamentazione dei soggetti coinvolti⁸⁰⁰, sia nella comunanza degli interessi degli autori e dei destinatari della regolamentazione⁸⁰¹, sia nella prossimità geografica⁸⁰² e nell'appartenenza alla medesima comunità degli affari⁸⁰³. Nel processo evolutivo della regolamentazione dei takeovers britannica, inoltre, ha giocato un ruolo fondamentale la minaccia dell'intervento statale.⁸⁰⁴

O'NEILL, *When European integration meets corporate harmonization*, in *Company lawyer*, 2000, 21, 173-6.

⁷⁹⁸ Section 955, comma primo.

⁷⁹⁹ P. DAVIES, *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*⁹, Londra, Sweet & Maxwell, 2012, 1021. Tale potere è stato utilizzato per la prima volta dal Panel nel 2017 (Panel Statement 2017/8, disponibile sul sito www.takeoverpanel.org.uk), rispetto al caso *Rangers*, per assicurare il rispetto della decisione del Panel (confermata da ultimo dal Takeover Appeal Board: Takeover Appeal Board Statement 2017/1, disponibile sul sito www.takeoverappealboard.org.uk) che aveva imposto a Mr. King di proporre un'o.p.a. obbligatoria rispetto alle azioni di Rangers International Football Club Plc.

⁸⁰⁰ Cita D. KERSHAW, nt. 690, 15 ss.

⁸⁰¹ La regolamentazione dei *takeovers* è sempre stata appannaggio dei rappresentanti delle City di Londra: tuttavia, l'elaborazione delle *rules* è stata almeno in parte determinata dall'obiettivo di evitare l'intervento della legislazione statale. Naturalmente, l'esclusione dello Stato ha comportato che il potere di elaborare ed applicare le regole, come quello di definire gli interessi perseguiti, sia rimasto sotto il controllo della comunità finanziaria londinese.

⁸⁰² Il c.d. *one square mile* della City londinese.

⁸⁰³ G. MORSE, *The City Code on takeovers and mergers – self regulation or self protection?*, in *Journal of business law*, 1991, 511.

⁸⁰⁴ Il ruolo della gerarchia all'interno dei gruppi che si autoregolano e l'influenza dello stato nel funzionamento di sistemi di autoregolamentazione sono correttamente evidenziati ed analizzati da D. ATTENBOROUGH, *Empirical insights into corporate contractarian theory*, in *Legal studies*, 2017, 191 ss.

Tutte queste condizioni sembrano mancare rispetto all'AIM Italia: è infatti già in vigore un sistema compiuto di regolamentazione dei *takeovers* per quanto riguarda le società quotate su di un mercato regolamentato. Tale sistema è supervisionato da un'autorità indipendente che esercita poteri amministrativi, soggetti a tutela giurisdizionale. Inoltre, la previsione dell'o.p.a. obbligatoria rispetto all'AIM Italia non si pone con la finalità di esautorare lo Stato da uno specifico ambito di regolamentazione: al contrario, mira ad estendere a determinate società che non ne siano soggette una regola già prevista in via legislativa. Infine, l'estrema specificità e limitatezza dell'ambito della regolamentazione⁸⁰⁵ riduce drasticamente la possibilità di creazione di un sistema di regole autonomo, il cui rispetto da parte dei partecipanti permette la sopravvivenza e la perpetuazione del sistema stesso, mettendolo al riparo da ingerenze esterne.

5.7.1. I poteri di amministrazione dell'offerta

Il primo compito del Panel è quello di dettare le «disposizioni opportune e necessarie per lo svolgimento dell'offerta». Come ricostruito in precedenza, la clausola statutaria richiamava in maniera ellittica le disposizioni direttamente applicabili, esplicitate nell'art. 6-bis r.e. AIM⁸⁰⁶. L'art. 6-*bis* del regolamento emittenti sarà invece esplicitamente richiamato al momento della modifica delle clausole statutarie entro il giugno 2021. Inoltre, l'esercizio dei poteri di amministrazione è effettuato dal Panel previa consultazione di Borsa Italiana.

Da un punto di vista materiale, è necessario chiarire che sia la società, che i soci di minoranza, che lo scalatore hanno un interesse all'esercizio di tali poteri da parte del Panel. Tale osservazione risulta evidente qualora si consideri, per esempio, il procedimento per la variazione, in aumento od in diminuzione, del prezzo dell'offerta⁸⁰⁷, oppure il rispetto delle regole di correttezza da parte dell'offerente

⁸⁰⁵ L'o.p.a. obbligatoria, e non tutti i *takeovers*.

⁸⁰⁶ Il perimetro delle disposizioni applicabili è stato chiarito dall'avviso n. 18714 del 9 novembre 2015 di Borsa Italiana.

⁸⁰⁷ Sulla distinzione fra arbitrato, arbitraggio e perizia contrattuale in relazione al ruolo del perito come delineato dalle clausole di aggiustamento del prezzo nei contratti di acquisizione di

oppure la sussistenza o meno di un'esonazione dall'obbligo. Questa considerazione invero banale lascia però intravedere la necessità, nella ricostruzione giuridica dei poteri amministrativi del Panel, di effettuare un'analisi che renda l'esercizio dei poteri del Panel potenzialmente "impugnabile" da parte dei diversi soggetti coinvolti, e che non limiti l'esercizio di tali poteri ad una questione meramente privata, che riguarda solamente l'offerente.

Da un punto di vista civilistico, la promozione dell'offerta risulta essere la prestazione dell'obbligazione assunta nel contratto di società⁸⁰⁸, sospensivamente condizionata al superamento della soglia rilevante. Per questa ragione, si può sostenere che il ruolo svolto dal Panel può essere assimilato a quello dell'arbitratore⁸⁰⁹. Infatti, i soci, con la stipula del contratto, prevedono che l'azionista di controllo promuova l'o.p.a. obbligatoria e demandano ad un terzo, preventivamente individuato, la determinazione di parte del contenuto della prestazione. La fattispecie non deve essere ricondotta all'arbitrato irrituale⁸¹⁰ oppure alla perizia contrattuale⁸¹¹. Queste osservazioni, valide in relazione

azioni si veda F. GAMBARO, *Arbitraggio e perizia contrattuale nelle clausole price adjustment ed earn out*, in *Riv. dir. priv.*, 2014, 93 ss.

⁸⁰⁸ La dottrina dominante e la giurisprudenza ritengono che il contratto con clausola di arbitraggio sia già concluso sin dal momento della stipula, si veda E. GABRIELLI, *Contratto completo e clausola di arbitraggio*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II, 291 ss.; G. ZUDDAS, *L'arbitraggio*, Napoli, Jovene, 1992, 48.

⁸⁰⁹ «La nozione di arbitraggio in effetti si apprezza nel quadro del rapporto tra autonomia privata e fonti determinative esterne. Vale a dire nella prospettiva per i privati di rimettere ad un terzo il potere di colmare una (totale o parziale) lacuna nel regolamento contrattuale. Il terzo infatti opera una determinazione che, sul piano strutturale, si presenta come atto di autonomia avente per le parti valore dispositivo; sul piano funzionale, si collega dall'esterno con le altre determinazioni pattizie già fissate dalle parti, o imposte dalla legge, che unitariamente concorrono a comporre l'assetto di interessi dettato dal regolamento negoziale», E. GABRIELLI, *Art. 1349*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, Giuffrè, 2001, 172.

⁸¹⁰ L'arbitrato irrituale rimane essenzialmente un processo, nonostante la natura contrattuale del lodo; si veda E. FAZZALARI, *Arbitrato e arbitraggio*, in *Riv. arb.*, 1993, 583 ss.; E. GABRIELLI, nt. 809, 183.

⁸¹¹ La perizia contrattuale è un istituto di elaborazione dottrinale e giurisprudenziale e si differenzia dall'arbitraggio perché, sebbene costituisca anch'essa una fonte di integrazione del contratto, coinvolge un giudizio di natura eminentemente tecnica, non discrezionale e non sindacabile ai sensi dell'art. 1349 c.c.; si veda D. GIACOBBE, *Alcune questioni in tema di arbitrato irrituale e perizia contrattuale*, in *Giust. civ.*, 2000, I, 479 ss.; G. MARANI, *In tema di arbitrato, arbitraggio e perizia contrattuale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, I, 610 ss.; M. BRONZINI, *Differenze fra arbitrato irrituale e perizia tecnica contrattuale*, in *Arch. civ.*, 1991, 711 ss. In giurisprudenza, da ultimo si veda Cass. Civ., sez. III, 28 giugno 2016, n. 13291 in *Giur. it.*, 2017, 600 ss. Con nota di E. GABRIELLI, *Perizia contrattuale, arbitraggio, e impugnazione dell'apprezzamento del terzo*.

all'attuale contenuto del modello di clausola, sono state recepite dalle modifiche al regolamento emittenti ed al modello di clausola adottati nell'estate 2020, che diventeranno definitivamente efficaci nel giugno 2021. Tali modifiche specificano infatti che le determinazioni del Panel relative all'offerta sono adottate ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 1349 c.c.

La determinazione del Panel, dunque, completa e specifica la prestazione dedotta nel contratto di società, e riguarda pertanto la società e anche tutti i soci. Al contrario, è da escludersi che, una volta sorto l'obbligo di promuovere l'offerta, l'opera del Panel concerna solamente il contenuto dell'atto unilaterale dello scalatore⁸¹²: da un lato, per le considerazioni funzionali svolte precedentemente riguardo ai soggetti interessati alla promozione dell'offerta, dall'altro, perché lo stesso modello di clausola prevede che tutti i soci, gli offerenti e la società possano adire il Panel per richiedere la sua interpretazione preventiva, raccomandazioni⁸¹³ e determinazioni. Sarebbe dunque illogico prevedere che le funzioni di amministrazione dell'offerta debbano essere intese esclusivamente nell'ottica del rapporto bilaterale Panel-offerente.

Questa impostazione comporta che tutti i soci e la società possano richiedere l'esercizio dei poteri del Panel per assicurare il corretto svolgimento dell'offerta ed il rispetto esatto delle norme del t.u.f. e del regolamento emittenti Consob. Ne discende anche che tutti i soggetti coinvolti hanno diritto di impugnare le decisioni del Panel⁸¹⁴. Qualora invece si ritenesse che le determinazioni del Panel riguardino esclusivamente il contenuto dell'offerta proposta, l'attività del Panel non sarebbe impugnabile da parte degli oblati: al contrario, il contenzioso potrebbe riguardare solamente il contenuto dell'offerta.

⁸¹² La dottrina ha ammesso che la figura dell'arbitratore di cui all'art. 1349 c.c. sia configurabile anche in relazione agli atti unilaterali che comportino un'attribuzione patrimoniale, G. ZUDDAS, nt. 808, 27.

⁸¹³ Possono, cioè, chiedere che il Panel svolga quella che è stata definita come la "funzione consultiva".

⁸¹⁴ La legittimazione ad impugnare, infatti, viene accordata solamente alle parti del contratto di arbitraggio; si veda G. ZUDDAS, nt. 808, 140; E. GABRIELLI, nt. 809, 255.

La determinazione del Panel dovrà essere assunta con equo apprezzamento, e non con mero arbitrio⁸¹⁵: infatti, il necessario rispetto di criteri tecnici⁸¹⁶ prestabiliti dai contraenti⁸¹⁷ indica che il giudizio del Panel è delimitato entro uno specifico perimetro e che deve conformarsi ad una serie articolata di disposizioni ed orientamenti che non ne elidono la natura discrezionale, ma che certamente escludono che la determinazione del Panel possa essere ricondotta ad un caso di *arbitrium boni viri*.

Di conseguenza, la determinazione del Panel potrà essere impugnata qualora sia manifestamente iniqua od erronea, oltre che a causa dei vizi negoziali collegati alla clausola di arbitraggio⁸¹⁸. I concetti di erroneità od iniquità spesso si confondono e coesistono: in via di approssimazione, si può comunque affermare che è erronea la determinazione che non ha tenuto conto di tutti i requisiti tecnici e fattuali da considerare per l'assunzione della decisione⁸¹⁹, mentre l'iniquità consiste nel mancato rispetto dei criteri oggettivi che il terzo deve osservare⁸²⁰.

Maggiori problemi potrebbe invece suscitare il fatto che l'erroneità o l'iniquità debbano essere manifeste⁸²¹. È infatti assai probabile che l'errore nella decisione derivi da un inaccurato accertamento o valutazione dei fatti rilevanti, con la conseguenza che difficilmente l'erroneità sia percepibile *ictu oculi*; questa considerazione lascia impregiudicato il fatto che la determinazione del Panel, per quanto il vizio possa non essere evidente, potrebbe ciò nonostante differire di molto

⁸¹⁵ Nonostante il riferimento all'art. 1349 c.c. nella nuova formulazione della clausola questo elemento non è specificato.

⁸¹⁶ Ritiene che il necessario rispetto di criteri tecnici porti ad escludere la configurabilità dell'*arbitrium boni viri* E. GABRIELLI, nt. 809, 233.

⁸¹⁷ Nel caso di specie, le disposizioni del t.u.f. e del regolamento emittenti Consob e gli orientamenti Consob.

⁸¹⁸ Si tratta dei casi dell'incapacità o dei vizi della volontà dell'arbitratore oppure dello straripamento della determinazione rispetto alla prestazione da delineare. La dottrina maggioritaria e la giurisprudenza uniforme afferma che le predette impugnazioni negoziali possano essere esperite avverso la determinazione ex art. 1349 c.c.: R. SCOGNAMIGLIO, *Art. 1349*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna, Zanichelli-Foro Italiano, 1970, 395; M. CATALANO, *Le clausole di arbitraggio*, in *Le acquisizioni societarie*, a cura di M. Irrera, Bologna, Zanichelli, 2011, 795. Ritiene invece che la determinazione del terzo possa essere impugnata solamente per le ragioni di cui all'art. 1349 c.c. F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, vol. II, Padova, Cedam, 2012, 239.

⁸¹⁹ Probabilmente, il caso più rilevante rispetto alle decisioni del Panel.

⁸²⁰ M. CATALANO, nt. 818, 792.

⁸²¹ Per un'analisi di come il concetto è stato inteso da dottrina e giurisprudenza si veda M. CATALANO, nt. 818, 793.

rispetto alla determinazione che sarebbe stata assunta se i fatti fossero stati correttamente apprezzati. È dunque necessario affermare che l'evidenza dell'errore o dell'iniquità, vista anche la complessità delle regole tecniche che devono essere applicate dal Panel, deve essere valutata in maniera ampia, facendo riferimento al risultato della determinazione piuttosto che al processo di valutazione degli elementi di fatto e tecnici.

5.7.2. Il Panel come “consulente”

Il modello di clausola prevede che le società, i loro azionisti e gli eventuali offerenti possano adire il Panel per avere raccomandazioni od interpretazioni, anche preventive, sulla disciplina e su ogni possibile questione relativa all'offerta. Il Panel ricopre dunque il ruolo di “consulente” e fornisce chiarificazioni in modo che le parti possano agire in maniera informata rispetto al procedimento d'offerta. Questa funzione è chiaramente ricalcata su quella interpretativa che svolge l'Executive nel contesto britannico⁸²². Tuttavia, il Takeover Code distingue nettamente il caso in cui l'interpretazione abbia mera funzione di *guidance*, e non sia vincolante, da quello in cui l'Executive emetta un vero e proprio *ruling*, con efficacia vincolante per i soggetti coinvolti⁸²³.

La clausola prevista dal r.e. AIM non differenzia invece fra valutazioni meramente consultive, non vincolanti per le parti e che possono essere modificate dal Panel stesso, rispetto al caso in cui uno dei soggetti coinvolti richieda una decisione vera e propria del Panel, su cui poter fare affidamento e rispetto alla quale è ammissibile la tutela giurisdizionale. È possibile sopperire a tale mancanza di distinzione considerando pienamente il contenuto dei poteri di amministrazione dell'offerta. Infatti, quando una parte necessiti di una decisione vincolante⁸²⁴, e la questione rientri fra quelle oggetto di poteri amministrativi da parte del Panel, sarà possibile richiedere al Panel di svolgere la sua funzione di arbitratore. Al contrario,

⁸²² Art. 6, lett. *a*) e *b*) dell'introduzione del UK Takeover Code.

⁸²³ A meno che non sia emesso solamente su istanza di parte e senza previa consultazione degli altri soggetti interessati: in questo caso, il *ruling* può essere modificato dopo che sono state sentite tutte le parti.

⁸²⁴ Per esempio rispetto all'applicabilità di un'esenzione dall'obbligo di offrire.

le mere consulenze del Panel, con funzione di *guidance*, non credo possano essere considerate vincolanti per le parti, e, quindi, contro di esse non è possibile adire l'autorità giudiziaria.

A partire dall'adeguamento delle clausole statutarie alle recenti modifiche, il Panel non potrà esercitare più la funzione di "consulente". Infatti, mentre le parti potranno continuare a chiedere le determinazioni del Panel ai sensi dell'art. 1349 c.c., è stata eliminata la possibilità per le parti di richiedere al Panel l'interpretazione preventiva e le raccomandazioni relative all'offerta.

5.7.3. Il Panel come giudice delle controversie

Il modello di clausola previsto nella scheda 6 r.e. AIM dispone che tutte le controversie relative all'interpretazione ed all'esecuzione della clausola stessa debbano essere sottoposte, come condizione di procedibilità, al Panel, in qualità di collegio di probiviri. La clausola mira dunque a creare un sistema, almeno parzialmente completo, anche per la risoluzione delle controversie.

È necessario premettere che il Panel non ha funzioni arbitrali in senso tecnico e le sue decisioni non hanno valore di lodo, rituale o irrituale⁸²⁵. L'elemento decisivo è costituito dal fatto che la stessa clausola disciplina il ricorso al Panel come mera condizione di procedibilità⁸²⁶, e non come giudizio arbitrale vero e proprio. Il procedimento di fronte al Panel si configura piuttosto come metodo alternativo di risoluzione delle controversie, non soltanto con funzione deflattiva del contenzioso. Infatti, la celerità del procedimento e l'esperienza e l'autorevolezza dei membri del Panel permette alle parti di ottenere un primo responso sul probabile esito della controversia⁸²⁷ e di valutare più accuratamente

⁸²⁵ La natura di arbitrale o meno delle decisioni assunte dal collegio dei probiviri è stata ampiamente discussa in dottrina; si vedano N. SOLDATI, *Le clausole compromissorie nelle società commerciali*, Giuffrè, Milano, 2005, 109 ss., M. STELLA RICHTER Jr., nt. 657, 300, anche per un'ampia citazione della bibliografia sul tema.

⁸²⁶ L'imposizione da parte del legislatore di procedure stragiudiziali come condizione di procedibilità per l'azione in giudizio è una strategia normativa piuttosto frequente, utilizzata soprattutto con finalità deflattive del contenzioso.

⁸²⁷ La decisione del collegio di probiviri di Borsa Italiana in relazione al contenzioso fra operatori e gestore del mercato è stata paragonata ad una sorta di parere *pro veritate* sul possibile esito della controversia da M. VENTORUZZO, nt. 634, 734.

l'opportunità di agire in giudizio o meno. Bisogna notare che il ricorso al collegio di probiviri è previsto anche in relazione alle controversie fra gli operatori e Borsa Italiana dal regolamento relativo alle procedure per l'accertamento delle violazioni delle regole del sistema multilaterale di negoziazione. In tale caso, viene esplicitato che la decisione dei probiviri non ha efficacia vincolante e il procedimento di fronte ai Probiviri costituisce una condizione di procedibilità del giudizio arbitrale rituale previsto dal successivo art. 11 del predetto regolamento⁸²⁸.

Tale connotazione dell'attività e delle decisioni del Panel comporta anche che il successivo eventuale giudizio di fronte al Giudice Ordinario non abbia carattere impugnatorio rispetto alla decisione, ma riguardi direttamente i fatti portati anche all'attenzione del Panel. Da questo punto di vista si può notare una delle differenze applicative fondamentali con il Panel previsto dal UK Takeover Code: infatti, in quel contesto, è previsto un sistema giurisdizionale pressoché chiuso, con diversi gradi di giudizio⁸²⁹.

Infine, è necessario analizzare quale sia l'esatto perimetro delle controversie che devono essere sottoposte al Panel come condizione di procedibilità. La clausola si riferisce al contenzioso relativo all'interpretazione ed all'esecuzione della stessa. Dovranno dunque essere sottoposte al Panel non solo tutte le questioni relative allo svolgimento dell'offerta, ma anche relative alla fase antecedente o successiva all'offerta. Per esempio, sarà soggetta alla preventiva analisi del Panel la questione relativa all'accertamento o meno da parte del c.d.a. del superamento della soglia rilevante.

Data la formulazione della clausola, è dubbio se, al fine di sindacare l'esercizio dei poteri di amministrazione dell'offerta del Panel, sia necessario sottoporre la questione preventivamente alla giurisdizione del Panel stesso. La questione perde almeno parte della sua *naïveté* qualora si consideri che il presidente del Panel ha la facoltà di assegnare la trattazione di una singola questione ad un solo membro del collegio e che, dunque, non sussiste per forza identità soggettiva fra il Panel

⁸²⁸ ID., nt. 634, 734.

⁸²⁹ Per di più, l'eventuale giudizio sulla decisione del Takeover Appeal Board ha natura impugnatoria, di *judicial review* della decisione (in maniera atecnica e molto sommaria, potrebbe essere paragonato al giudizio amministrativo).

“amministratore” ed il Panel “giudice”. Inoltre, la preventiva sottoposizione della questione potrebbe permettere di rappresentare al Panel, in maniera più ampia, tutte le questioni e gli interessi rilevanti, con le garanzie del contraddittorio. Rimane tuttavia difficile immaginare che l’arbitratore possa serenamente giudicare rispetto alla propria determinazione, a prescindere dall’esatta composizione del Panel, collegiale o unipersonale.

Anche in questo caso le recenti modifiche hanno eliminato la necessità di rivolgersi al Panel come condizione di procedibilità delle controversie. Al momento dell’introduzione delle nuove clausole negli statuti, dunque, le controversie relative all’offerta si svolgeranno direttamente di fronte al Tribunale Ordinario, senza il preventivo “giudizio” di fronte al Panel.

5.8. Conclusioni

L’analisi della disciplina ha permesso di trarre alcune conclusioni rispetto al particolare istituto dell’o.p.a. obbligatoria endosocietaria. Abbiamo affermato che, dal punto di vista politico, l’adozione dell’o.p.a. obbligatoria ha una valenza propriamente distributiva dei proventi dalla vendita del controllo societario. In particolare, si è notato come le categorie maggiormente interessate all’adozione della norma detenessero una posizione privilegiata nell’elaborazione della disciplina. Al tempo stesso, questa prospettiva permette di spiegare perché altre disposizioni relative alla disciplina dell’o.p.a. non siano state adottate, per quanto ciò fosse teoricamente possibile. Tuttavia, se la disciplina pare adeguatamente rispondere a queste esigenze in casi “normali”, la sua efficacia e vincolatività rispetto ad operazioni elusive è inevitabilmente minata dalla sua origine e natura statutaria, e dall’assenza di un’autorità di vigilanza che disponga di poteri ispettivi e sanzionatori adeguati. Per di più, si è dimostrato che è improbabile che la disciplina delle offerte da parte del Panel possa avere lo stesso successo di quella del UK Takeover Panel: troppo differenti i contesti sociali, economici e culturali.

L’analisi del modello di clausola, inoltre, ha permesso di individuare vuoti di tutela, incongruenze e incertezze della disciplina a cui si può rimediare solo

parzialmente in via interpretativa e che saranno in parte risolti al momento dell'adozione da parte delle società quotate delle clausole statutarie modificate entro il giugno 2021. Tuttavia, pare sostanzialmente impossibile risolvere il potenziale problema di efficacia delle disposizioni in assenza della sussunzione sotto il cappello legislativo della disciplina dell'o.p.a. per le società ammesse all'AIM Italia. È però lecito dubitare che ciò possa avvenire, quanto meno nell'immediato futuro: ostano a tale estensione sia il generale rapporto fra sistema multilaterale di negoziazione ed autorità di vigilanza, sia probabilmente la volontà dei soggetti interessati di non perdere il controllo dell'elaborazione e dell'implementazione della disciplina, oltre che di sopportare i maggiori costi che una disciplina completa comporterebbe. Queste considerazioni mettono pertanto in luce come la delega alla società di gestione del mercato di crescita ad adottare specifiche regole di *governance* e di condotta sul mercato, mentre ha il vantaggio di rendere la "disciplina" più flessibile, sconta inevitabilmente il difetto di poteri coercitivi e le difficoltà derivanti dal rapporto di natura contrattuale fra società di gestione, emittenti quotati ed altri soggetti coinvolti. Tali problematiche possono essere superate nel caso di omogeneità sociale, culturale e di interessi dei soggetti coinvolti (come avvenuto nel contesto britannico). Esse possono essere più evidenti in contesti ove questi fattori non sono ugualmente presenti, rendendo potenzialmente inefficace il modello di regolamentazione pensato per i mercati di crescita.

CONCLUSIONI

I mercati di crescita per le PMI, introdotti dal legislatore europeo con la direttiva Mifid II, sono diventati uno dei catalizzatori delle iniziative regolamentari previste nel contesto dell'Unione dei mercati dei capitali, al fine di favorire l'accesso al mercato borsistico da parte delle piccole e medie imprese. La contrazione del credito bancario da un lato e i potenziali benefici ed opportunità garantiti dalla quotazione hanno spinto il legislatore ad adottare una serie di misure per incentivare le ammissioni alle negoziazioni su questi mercati. La crisi generata dalla pandemia non potrà che acuire i problemi legati al finanziamento bancario (soprattutto quando emergerà la reale portata dei crediti deteriorati), rendendo necessaria la ricerca di canali di finanziamento alternativi. Inoltre, la forte accelerazione in materia di digitalizzazione dell'economia renderà necessari una serie di investimenti notevoli da parte delle società per poter rimanere competitive sul mercato: è dunque plausibile che si assista ad un'ulteriore spinta verso le concentrazioni e la crescita dimensionale che la quotazione sui mercati di crescita potrebbero favorire.

La tesi ha ricostruito in ottica storica e di economia politica le ragioni per la creazione dei mercati di crescita, nonché il ruolo che questi svolgono nel contesto dell'Unione dei mercati dei capitali. Inoltre, prendendo atto della complessità dell'architettura regolamentare, è stata esaminata la disciplina degli emittenti che richiedano l'ammissione dei propri titoli sui mercati di crescita dal punto di vista del diritto societario, dell'informazione da diffondere in sede di ammissione ed in via continuativa e dei trasferimenti del controllo.

È stato dimostrato come l'intreccio fra le diverse fonti, intese in senso atecnico (regolamenti europei, t.u.f., regolamento del mercato di crescita, statuti societari), generi elementi di complessità, differenziazioni non sempre giustificate ed alcune incertezze nell'interpretazione e nella valutazione della legittimità di alcune disposizioni. Inoltre, l'analisi integrata delle disposizioni permette di affermare che, nel complesso, la disciplina prevista per gli emittenti che si quotino sul mercato AIM Italia non sia enormemente differente rispetto a quella prevista per le società

che si quotino sul mercato regolamentato. In tutti i casi è infatti necessario presentare un documento di ammissione che contiene una mole considerevole di informazioni, per quanto il fatto che questo non debba sempre essere approvato dall'autorità di vigilanza sicuramente riduce in parte i costi e velocizza il procedimento di quotazione. Il regolamento sugli abusi di mercato contiene poche semplificazioni volte a ridurre gli oneri regolamentari. Inoltre, il regolamento del mercato impone la pubblicazione di relazioni finanziarie semestrali e la comunicazione delle partecipazioni rilevanti da parte degli azionisti significativi. Infine, il regolamento emittenti dell'AIM ha volontariamente previsto una disposizione assimilabile all'o.p.a. obbligatoria ed alcune clausole che in parte riecheggiano quanto previsto dalla disciplina delle società quotate su di un mercato regolamentato (in materia di amministratori indipendenti e operazioni con parti correlate).

L'analisi olistica di queste disposizioni ha permesso di trarre alcune conclusioni interpretative circa profili ambigui della normativa e possibili interpretazioni analogiche di branche della disciplina delle società quotate sui mercati regolamentati. Inoltre, la complessiva ricostruzione delle disposizioni permette di dubitare che l'attuale regolamentazione dei mercati di crescita presenti incentivi regolamentari di per sé sufficienti ad indurre alla quotazione numerose società che non accedrebbero altrimenti al mercato. È dunque legittimo sospettare, per quanto l'affermazione necessita di un solido riscontro empirico, che il notevole aumento del numero delle società quotate sull'AIM dipenda principalmente o da fattori esogeni (contesto di mercato, introduzione della normativa sui PIR, ecc.) oppure da vantaggi che l'AIM presenta (veloce processo di quotazione, assenza di requisiti di capitalizzazione, ecc.) che non sono strettamente collegati a questioni di trasparenza e *corporate governance*. Il fatto che il mercato abbia riscontrato un discreto successo rende quindi forse non necessarie ulteriori semplificazioni normative che potrebbero ridurre le informazioni disponibili al pubblico e la protezione degli investitori.

Peraltro, l'attività regolamentare da parte del legislatore europeo volta a modificare la disciplina per gli emittenti ammessi sui mercati di crescita non pare

destinata a rallentare: infatti, la comunicazione della Commissione Europea che delinea il nuovo piano d'azione relativo all'Unione dei mercati dei capitali evidenzia come dopo la crisi legata all'epidemia Covid-19 le imprese avranno ancora maggior bisogno di capitali di rischio, rendendo necessaria una ulteriore semplificazione delle regole per la quotazione delle PMI. Tuttavia, nonostante l'assetto regolamentare appaia ancora in movimento, non sembra che gli architavi della disciplina siano destinati a mutare: il ruolo del regolamento del mercato appare confermato e la Commissione pare intenzionata a procedere tramite piccole semplificazioni, soprattutto in materia di abusi di mercato, piuttosto che ad una riorganizzazione della materia. D'altronde, quanto meno nel contesto italiano, l'AIM Italia sembra riscuotere un discreto successo riguardo al numero delle società che decidono di accedere al mercato, nonostante le ambiguità di alcune scelte regolamentari ed il primo "scandalo" finanziario (ci si riferisce alla vicenda Bio-on).

Infine, un potenziale elemento di instabilità per l'assetto regolamentare dell'AIM Italia, piuttosto che dei mercati di crescita in generale, potrebbe derivare dalla cessione del controllo di Borsa Italiana da LSE a Euronext. Il modello organizzativo dell'AIM Italia (oltre che il *brand*) deriva infatti dall'AIM UK e non è quindi scontato che almeno alcune scelte effettuate tramite il regolamento del mercato possano mutare con il cambio di azionista di maggioranza.

In ogni caso, l'oramai significativo numero di emittenti ammessi alle negoziazioni, nonché il fatto che diverse società si siano quotate anche nel corso del 2020 in tempi di elevata instabilità del mercato, rende plausibile pensare che il mercato di crescita continuerà a giocare un ruolo rilevante anche nei prossimi anni e che probabilmente attrarrà sempre di più l'attenzione della giurisprudenza, oltre che della dottrina.

BIBLIOGRAFIA

- ABBADESSA P., *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, Giuffrè, 1975.
- ABBADESSA P.-MIRONE A., *La competenza dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 322 ss.
- ABRIANI N., *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, I, 501 ss.
- ABU AWWAD A., *I "diritti di voto e di partecipazione" fra recesso ed assemblee speciali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 322 ss.
- ADRIAN T.-COLLA P.- SHIN H.S., *Which financial frictions? Parsing the evidence from the financial crisis of 2007 to 2009*, in *NBER Macroeconomics Annual*, 27, 2013, 159 ss.
- ADRIAN T.-SHIN H.S., *Liquidity and Leverage*, in *Journal of Financial Intermediation*, 2010, 19, 418 ss.
- AFME-WYMAN O., *Unlocking funding for European investment and growth: an industry survey of obstacles in the European funding markets and potential solutions*, Londra, 2013.
- ALAGNA S., *Il presidente dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2005.
- ALAGNA S., *Poteri e responsabilità del presidente dell'assemblea nelle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, 529 ss.
- ALLEN F.-GALE D., *Comparing financial systems: a survey*, Cambridge Mass., 2001.
- ALPA G., *La riforma del diritto societario. Percorsi di lettura*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 220 ss.
- ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale²*, Padova, Cedam, 2006.
- ANGELICI C., *La società nulla*, Milano, Giuffrè, 1975.
- ANGELICI C., *Sulla tutela delle minoranze azionarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 571.
- ANNUNZIATA F., *"Nuovi mercati" e ruolo delle società di gestione*, in *Nuove Leggi civ. comm.*, 2018, 1236 ss.
- ANNUNZIATA F., *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme, tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018, 1100 ss.
- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare¹⁰*, Torino, 2020.
- ARMOUR J. ET AL., *Principles of financial regulation*, Oxford, 2016.

- ARMOUR J. ET AL., *Shareholder protection and stock market development: an empirical test of the legal origin hypothesis*, in *Journal of empirical legal studies*, 2009, 6, 343 ss.
- ARMOUR J.-SKEEL D., *Who writes the rules for hostile takeovers, and why? The peculiar divergence of US and UK takeover regulation*, in *The Georgetown law journal*, 2007, 95, 1726 ss.
- ARRIGONI M., *Nesso di causalità e quantum del risarcimento nella responsabilità da prospetto*, in *Società*, 2017, 1370 ss.
- ATTENBOROUGH D., *Empirical insights into corporate contractarian theory*, in *Legal studies*, 2017, 191 ss.
- BACCETTI N., *Metodo tipologico e sottocapitalizzazione nominale nelle società per azioni indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 855 ss.
- BANCA CENTRALE EUROPEA, *Assessing the financial conditions of the euro area private sector during the sovereign debt crisis*, in *Economic Bulletin*, 2012, 77 ss.
- BANCA CENTRALE EUROPEA, *Heterogeneity in euro area financial conditions and policy implications*, in *Economic Bulletin*, 2012, 63.
- BANCHELLI N.-SCIARRA M., *La disciplina dei mercati*, in *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di E. Galanti, Padova, Cedam, 2008, 1083 ss.
- BELOTTI A., *La responsabilità solidale nel collocamento di prodotti finanziari*, in *Resp. civ. prev.*, 2019, I, 678 ss.
- BENAZZO P., *Categorie di quote, diritti di voto e governance della “nuovissima” s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1441 ss.
- BENEDETTELLI M., *La disciplina internazionalprivatistica*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. Stella Richter jr, Torino, Giappichelli, 2011, 17 ss.
- BENEDETTELLI M., *Offerte pubbliche di acquisto e concorrenza tra ordinamenti nel sistema comunitario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, I, 551 ss.
- BERGLOF E.-BURKART M., *European takeover regulation*, in *Economic policy*, 2003, 18, 176 ss.
- BERGSTROM C.-HOGFELDT P.-MACEY J.-SAMUELSON P., *The regulation of corporate acquisition: a law and economics analysis of the European proposal of reform*, in *Columbia business law review*, 1995, 517 ss.
- BERLE A., *Modern functions of the corporate system*, in *Columbia law review*, 1962, 62, 433 ss.
- BIANCHI L.A., *Privatizzazione dei mercati borsistici, IPO e tutela del risparmio: appunti per una discussione*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2002, 73 ss.
- BLACK J., *Constitutionalising self-regulation*, in *Modern law review*, 1996, 59, 33 ss.

- BLACK J., *Reconceiving financial markets - from the economic to the social*, in *Journal of corporate law studies*, 2013, 13, 401 ss.
- BLANDINI A., *Società quotate e società diffuse*, Napoli, 2005.
- BONACCORSI DI PATTI D., *Sull'applicazione analogica dell'art. 2467 c.c. alle società per azioni a base ristretta*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, II, 111 ss.
- BONELLI F., *Gli amministratori di s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 2004.
- BORIO C., *On Money, Debt, Trust and Central Banking*, disponibile al sito <https://www.bis.org/speeches/sp181115.pdf>.
- BORIO C.-DISYATAT P., *Global Imbalances, and Financial Crisis: Link or No Link?*, BIS Working Paper No. 346, Maggio 2011.
- BORSA ITALIANA, *AIM Italia*, disponibile all'indirizzo https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/pubblicazioni/pubblicazioni/aimitalia_pdf.htm
- BORSA ITALIANA, *Avviso n. 12007 del 9 luglio 2015*, disponibile all'indirizzo www.borsaitaliana.it.
- BORSA ITALIANA, *Avviso n. 18714 del 9 novembre 2015*, disponibile all'indirizzo www.borsaitaliana.it.
- BORSA ITALIANA, *Avviso n. 1951 dell'8 febbraio 2012*, disponibile all'indirizzo www.borsaitaliana.it.
- BORSA ITALIANA, *Comunicato stampa del 20 ottobre 2010*, disponibile all'indirizzo www.borsaitaliana.it.
- BOTTA A. ET AL., *Inequality and finance in a rent economy*, in *Greenwich papers in political economy*, 2018.
- BRAUN B., *From performativity to political economy: index investing, ETFs and asset manager capitalism*, in *New political economy*, 2016, 21, 257 ss.
- BRAUN B.-GABOR D.-HÜBNER M., *Governing through financial markets: Towards a critical political economy of Capital Markets Union*, in *Competition & Change*, 2018, 101 ss.
- BRAUN B.-HÜBNER M., *Fiscal fault, financial fix? Capital Markets Union and the quest for macroeconomic stabilization in the Euro Area*, in *Competition & Change*, 2018, 22, 117 ss.
- BRODI E., *Il sistema delle garanzie in Italia: una lettura economica delle disposizioni in materia di privilegio, pegno e ipoteca*, in *Questioni di economia e Finanza*, 2016, disponibile all'indirizzo <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2016-0356/index.html>
- BRONZINI M., *Differenze fra arbitrato irrituale e perizia tecnica contrattuale*, in *Arch. civ.*, 1991, 711 ss.
- BRUNER C., *Power and purpose in the "Anglo-American" corporation*, in *Virginia journal of international law*, 2010, 50, 625 ss.

- BRUNO, B.-D'ONOFRIO A.-MARINO, I., *Financial structure and corporate investment in Europe*, in *Finance and Investment: the European Case*, a cura di Colin Mayer et. al., Oxford, 2018, 23 ss.
- BUTTURINI P., *Le fattispecie legali di recesso introdotte dalla riforma delle società di capitali*, in *Contr. impr.*, 2008, 374 ss.
- MOSCA C., *Comportamento di concerto e patti parasociali*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, Egea, 2011, 449 ss.
- CALANDRA BUONAURA V., *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 292 ss.
- CALLEGARI M., *Art. 2437*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, II, Bologna, Zanichelli, 2004, 1409 ss.
- CAMPBELL D., *The role of monitoring and morality in company law*, in *Australian journal of corporate law*, 1997, 7, 359 ss.
- CAMPBELL D., *Welfare economics for capitalists: the economic consequences of judge Posner*, in *Cardozo law review*, 2012, 33, 2233 ss.
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale 2: diritto delle società*⁸, Torino, Utet, 2012.
- CAMPOBASSO G.F., *La riforma delle società di capitali e delle cooperative*, Torino, Utet, 2003.
- CANE P., *Self-Regulation and Judicial Review*, in *Civil Justice Quarterly*, 1987, 324 ss.
- CARBONETTI F., *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 1998, 1360 ss.
- CARBONETTI F., *Opa obbligatoria e diritti degli azionisti*, in *Dir. banca mer. fin.*, 2005, 641 ss.
- CASPANI R., *Postergazione dei finanziamenti dei soci e tipi sociali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, II, 411 ss.
- CATALANO M., *Le clausole di arbitraggio*, in *Le acquisizioni societarie*, a cura di M. Irrera, Bologna, Zanichelli, 2011, 795 ss.
- CELIKYURT U.-SEVILIR M. –SHIVDASANI A., *Going public to acquire? The acquisition motive in IPOs*, in *Journal of financial economics*, 2010, 96, 345 ss.
- CESARINI F., *Il processo di evoluzione delle borse in Italia e in Europa: tra presente e futuro*, in *Bancaria*, 54, 1998, 89 ss.
- CHEFFINS B., *Corporate ownership and control: British business transformed*, Oxford, Oxford University Press, 2010.
- CHIAPPETTA F., *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi ed applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 495 ss.
- CIAN M., *I sistemi multilaterali e i mercati «semiregolamentati»*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, 1126 ss.

- CIAN M., *S.r.l. PMI, s.r.l., S.p.A.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 818 ss.
- CIOCCA P., *La nuova finanza in Italia. Una difficile metamorfosi (1980-2000)*, Torino, 2000.
- CIRA G., *Le modalità di acquisto di azioni proprie da parte di società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 729 ss.
- CIUSA F., *Il recesso “ad nutum” in s.r.l. con durata determinata al 2100*, in *Giur. Comm.*, 2015, II, 804 ss.
- CLAUSEN N. J.-SØRENSEN K. E., *Reforming the regulation of trading venues in the EU under the proposed MiFID II – Levelling the playing field and overcoming fragmentation?*, in *European company and financial law review*, 2012, 9, 275 ss.
- CLEMENTE C., *Art. 2437*, in *Codice Civile*⁹, a cura di P. Rescigno, Milano, Giuffrè, 2014, 5139 ss.
- COFFEE J., *The rise of dispersed ownership: the role of law in the separation of ownership and control*, in *Yale law journal*, 2011, 111, 59 ss.
- COFFEE JR. J., *Do Norms Matter? A Cross-Country Evaluation*, in *University of Pennsylvania law review*, 2000, 149, 2151 ss.
- COMMISSION STAFF, *Economic analysis accompanying the document action plan on building a Capital Markets Union*, SWD(2015) 183 final, 2015.
- COMMISSION STAFF, *Economic analysis accompanying the document communication from the Commission on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*, SWD(2015) 183 final, 2017.
- COMMISSION STAFF, *Impact assessment accompanying the document proposal for a regulation of the European Parliament and the Council amending regulations (EU) No 596/2014 and (EU) 2017/1129 as regards the promotion of the use of SME growth markets*, SWD(2018) 243 final, 2018.
- COMMISSION STAFF, *Initial reflections on the obstacles to the development of deep and integrated EU capital markets Accompanying the document Green Paper Building a Capital Markets Union*, SWD(2015) 13 final, 2015.
- COMMISSION EUROPEA, *An action plan to improve access to finance for SMEs*, COM(2011) 870 final, 2011.
- COMMISSION EUROPEA, *Building a proportionate regulatory environment to support SME listing*, disponibile sul sito www.europa.eu.
- COMMISSION EUROPEA, *Commission Staff working document, impact assessment accompanying the document proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) No 596/2014 and (EU) 2017/1129 as regards the promotion of the use of SME growth markets*, SWD(2018)244 final, 2018.

- COMMISSIONE EUROPEA, *Communication from the Commission on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*, COM(2017) 292 final, 2017.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni. Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, COM(2020) 590 final, 24 settembre 2020.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Consultation document: building a proportionate regulatory environment to support SME listing*, 2017.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Corporate governance in financial institutions and remuneration policies*, COM(2010) 285 final, 2010.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015) 63 final, 2015.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Long-term financing of the European economy*, COM(2013) 150 final, 2013.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015) 468 final, 2015, 3.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015) 468 final, 2015.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council*, COM(2011) 656 final.
- COMMISSIONE EUROPEA, *The EU corporate governance framework*, COM(2011) 164 final, 2011.
- CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *Il presidente dell'assemblea*, Studio d'impresa n. 70/2009/I, disponibile all'indirizzo www.notariato.it.
- CONSOB, *Mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia*, 5 giugno 2014, disponibile all'indirizzo www.consob.it.
- COOL S., *The real difference in corporate law between the United States and Continental Europe: distribution of powers*, in *Delaware journal of corporate law*, 2005, 30, 697 ss.
- CORBETT J.-JENKINSON T., *The finance of industry: an international comparison*, in *Journal of the Japanese and International Economy*, 1996, 10, 71 ss.
- COSTI R., *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 203 ss.
- COSTI R., *Società mercato e informazione societaria*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 31;
- COSTI R.-ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Padova, Cedam, 2004.
- COSTI R.-GILOTTA S., *Il mercato mobiliare*¹², Torino, 2020.

- COTTINO G., *Dal “vecchio” al “nuovo” diritto azionario: con qualche avviso ai naviganti*, in *Società per azioni. Costituzione e finanziamento*, a cura di G. Cottino e M. Sarale, Torino, 2013, 43 ss.
- D’ATTORRE G., *Opa obbligatoria statutaria e sospensione del diritto di voto*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 679 ss.
- DACCÒ A., *“Diritti particolari” e recesso dalla s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2004.
- DAVIES P., *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*⁹, Londra, Sweet & Maxwell, 2012.
- DE LUCA G., *Dall’economia industriale all’ “industria” della finanza: le società quotate al listino azionario della Borsa di Milano dal 1861 al 2000*, in *Le società quotate alla Borsa Valori di Milano dal 1861 al 2000. Profili storici e titoli azionari*, a cura di G. De Luca, Milano, 2002, 25 ss.
- DE LUCA N., *Poteri delle società di gestione del mercato e poteri della Consob: la natura degli atti della società di gestione*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2000, 81 ss.
- DE MARI M., *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo*, Torino, 2004.
- DEAKIN S.-SARKAR P.-SIEMS M., *Is there a relationship between shareholder protection and stock market development?*, in *ECGI working papers*, n. 377/2017, disponibile su www.ecgi.org.
- DEAKIN S.-SINGH A., *The stock market, the market for corporate control and the theory of the firm: legal and economic perspectives and implications for public policy*, disponibile su www.ssrn.com, 2008.
- DELLI PRISCOLI L., *L’uscita volontaria del socio dalle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2005.
- DENOZZA F., *Il modello dell’analisi economica del diritto: come si spiega il tanto successo di una tanto debole teoria?*, in *Ars interpretandi*, 2013, 43 ss.;
- DENOZZA, *La frammentazione del soggetto nel pensiero giuridico tardo-liberale*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 14 ss.
- DI CATALDO V., *Recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, Vol. III, Torino, Utet, 2007, 228 ss.
- DI CATALDO V., *Recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Vol. III, Torino, Utet, 2007, 228 ss.
- DOMBRET A., *What can capital markets deliver? A central banker’s view*, in *The European Capital Markets Union: A Viable Concept and a Real Goal?*, a cura di A. Dombret e P.S. Kenadjian, Berlino, 2015, 49 ss.
- DURRSCHMIDT D., *Judicial review of Takeover Panel decisions*, in *European business law review*, 2005, 1133 ss.

- ECORYS, *Improving the market performance of business information services regarding listed SMEs*, 2013.
- EIM, *Cyclicalità di SME Finance*, 2009.
- ENGELN E.-GLASMACHER A., *The waiting game: how securitization became the solution for the growth problem of the Eurozone*, in *Competition & change*, 2018, 139 ss.
- ENRIQUES L., *What should qualify as “SME growth market”?*, in *Oxford business law blog*, 2018, disponibile all’indirizzo <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2018/01/what-should-qualify-sme-growth-market>.
- ENRIQUES L.-GILOTTA S., *Disclosure and Financial Market Regulation*, in *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, a cura di E. Moloney, E. Ferran e J. Payne, Oxford, Oxford University Press, 2015, 511 ss.
- ENRIQUES L.-GILSON R.-PACCES A., *The case for an unbiased takeover law (with an application to the European Union)*, in *Harvard business law review*, 2014, 4, 85 ss.
- ENRIQUES L.-ZORZI A., *Armonizzazione e arbitraggio normativo nel diritto societario europeo*, in *Riv. soc.*, 2016, 775 ss.
- EPSTEIN R.-RHODES M., *Banking Union, Capital Markets Union and the New EU*, in *Competition & change*, 2018, 22, 205 ss.
- ESMA, *Final Report – ESMA’s technical advice to the Commission on Mifid II and Mifir*, 2014, disponibile all’indirizzo <https://www.esma.europa.eu/document/technical-advice-commission-mifid-ii-and-mifir>
- ESMA, *Technical advice on possible delegated acts concerning the prospectus directive as amended by the directive 2010/73/EU (ESMA/2011/323)*, 2011, sez. VIII.
- EUROPEAN IPO TASK FORCE, *EU IPO Report*, 2015.
- FALKNER R., *Judicial review of the Takeover Panel and self-regulatory organisations*, in *Journal of international business law*, 1987, 2, 103 ss.
- FAZZALARI E., *Arbitrato e arbitraggio*, in *Riv. arb.*, 1993, 583 ss.
- FEDDERKE J.-VENTORUZZO M., *The biases of an “unbiased” optional takeovers regime: the mandatory bid threshold as a reverse drawbridge*, in *ECGI working papers, Law working paper n° 304/2016*, disponibile all’indirizzo www.ecgi.org.
- FELICI A.-D’IPPOLITO S., *I sistemi multilaterali di negoziazione*, in *La MiFID in Italia. La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, a cura di L. Zitiello, 2009, Torino, 771 ss.
- FERNANDEZ R.-AALBERS M.B., *The Capital Market Union and varieties of residential capitalism in Europe: Rescaling the housing-centred model of financialization*, in *Finance and society*, 2017, 3, 32 ss.

- FERRARINI G., *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, «crowdfunding» e mercati privati*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, 203 ss.;
- FERRARINI G.-MILLER G., *A simple theory of takeover regulation in the United States and Europe*, in *Cornell international law journal*, 2009, 42, 301 ss.
- FERRARINI G.-MOLONEY N., *Reshaping order execution in the EU and the role of interest groups: from MiFID I to MiFID II*, in *European business organization law review*, 2012, 557 ss.
- FERRI G.B., *Il recesso nella nuova disciplina delle società di capitali. Brevi considerazioni*, in *Riv. not.*, 2004, 918 ss.
- FINALDI RUSSO P. et al., *Firms' listings: what is new? Italy versus the main European stock exchanges*, in *Questioni di economia e finanza*, n. 555, aprile 2020, disponibile all'indirizzo <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/20200555/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1>.
- FIVE PRESIDENTS' REPORT, *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Bruxelles, 2015.
- FORMICA C., *Art. 2351*, in *Commentario breve al diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, Cedam, 2017, 407 ss.
- FORNASARI F., *L'organizzazione dei fondi comuni monetari*, di prossima pubblicazione in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2021.
- FORNASARI F., *Maggiorazione del voto e o.p.a. obbligatoria*, in *Giur. Comm.*, 2017, I, 864;
- FORNASARI F., *Recesso e «diritti di voto» delle azioni o degli azionisti?*, in *Giur. comm.*, 2017, II, 156 ss.
- FORTUNATO S., *Ammissione delle azioni alla quotazione*, in *Riv. soc.*, 1978, 1093 ss.
- FOUCAULT T.-PAGANO M.-RÖELL A., *Market liquidity: theory, evidence and policy*, Oxford, 2013.
- FOUR PRESIDENTS' REPORT, *Towards a genuine economic and monetary Union*, Bruxelles, 2012.
- FOX J., *The myth of the rational market*, New York, Harper Collins, 2009.
- FRANZONI M., *La responsabilità precontrattuale è, dunque, ... contrattuale*, in *Contr. impr.*, 2013, 283 ss.
- FRIGENI C., *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, Giuffrè, 2008.
- G. OPPO G., *Sulla «tipicità» delle società quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, II, 492 ss.
- GABOR D.-VESTERGAARD J., *Chasing unicorns: the European single safe asset project*, in *Competition & change*, 2018, 139 ss.
- GABRIELLI E., *Art. 1349*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, Giuffrè, 2001.

- GABRIELLI E., *Contratto completo e clausola di arbitraggio*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II, 291 ss.;
- GABRIELLI E., *Perizia contrattuale, arbitraggio, e impugnazione dell'apprezzamento del terzo*, in *Giur. it.*, 2017, 600 ss.
- GALANTI E., *Norme sulle autorità indipendenti e regolamento del mercato: alcune riflessioni*, in *Quaderni della Banca d'Italia*, 1996, n. 41.
- GALGANO F., *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, XXIX, Padova, Cedam, 2004.
- GALGANO F., *Regolamenti contrattuali e pene private*, in *Contr. impr.*, 2001, 509 ss.
- GALGANO, *Trattato di diritto civile*, vol. II, Padova, Cedam, 2012.
- GALLETTI D., *Art. 2437*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, Cedam, 2005, 1477 ss.
- GALLETTI D., *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000.
- GAMBARO F., *Arbitraccio e perizia contrattuale nelle clausole price adjustment ed earn out*, in *Riv. dir. priv.*, 2014, 93 ss.
- GAMBINO A., *Il finanziamento dell'impresa sociale nella riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, 279 ss.
- GARGANTINI M., *Coordinamento (extra-)assembleare dei soci e azione di concerto nella s.p.a. quotata*, in *Società, banche e crisi d'impresa*, Liber amicorum Pietro Abbadessa, vol. III, diretto da M. Campobasso et al., Torino, Utet, 2014, 2097 ss.
- GATTI M., *Sul recesso del socio da s.r.l. avente durata "eccessiva"*, in *Giur. comm.*, 2017, 607 ss.
- GERNER-BEUERLE C.-KERSHAW D.-SOLINAS M., *Is the board neutrality rule trivial? Amnesia about corporate law in European takeover regulation*, in *European business law review*, 2011, 22, 559 ss.
- GHETTI R., *Art. 132*, in *Commentario t.u.f.*, a cura di F. Vella, Torino, 2012, 1434 ss.;
- GHETTI R., *Art. 133*, in *Commentario tuf*, a cura di F. Vella, Torino, 2012, 1444 ss.
- GHETTI R., *Il problema delle forme societarie europee tra unificazione, armonizzazione e concorrenza*, in *Riv. soc.*, 2016, 521 ss.
- GHETTI R., *La disciplina dei sistemi di negoziazione: profili strutturali*, in *Nuove Leggi civ. comm.*, 2019, 990 ss.
- GHETTI R., *La nozione di concerto nel diritto societario europeo e l'attivismo degli azionisti*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 754 ss.
- GHETTI R., *Riflessioni critiche sulle conseguenze della violazione dell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto totalitaria*, in *Giur. comm.*, 2017, II, 1024 ss.

- GIACOBBE D., *Alcune questioni in tema di arbitrato irrituale e perizia contrattuale*, in *Giust. civ.*, 2000, I, 479 ss.
- GIANNELLI A., *I contratti dei sistemi multilaterali di negoziazione*, in *I contratti per l'impresa. Banca, mercati, società*, vol. II, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012, 297 ss.
- GILOTTA S., *Diritto di recesso che consegue all'inizio dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 592 ss.
- GILOTTA S., *Le società quotate e l'informazione societaria*, in *Il testo unico finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, 1470 ss.
- GILOTTA S., *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, 2012, Milano, Giuffrè.
- GILSON R., *From corporate law to corporate governance*, in *Oxford Handbook of corporate law and governance*, a cura di J. Gordon e W. Ringe, Oxford, 2018.
- GIUDICI P., *Italy*, in *Prospectus regulation and prospectus liability*, a cura di D. Busch, G. Ferrarini, J. P. Franx, Oxford, 2020.
- GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008.
- GRANELLI C., *Il recesso nelle società di capitali alla luce della riforma societaria*, in *Società*, 2004, 148;
- GRIPPO G., *Il recesso del socio*, in *Trattato delle società per azioni*, 6*, a cura di G. E. Colombo e G. B. Portale, Torino, 1993, Utet, 137 ss.
- GROSS M.-SIEBENBRUNNER C., *Money creation in fiat and digital currency systems*, IMF Working Paper 19/285, 2019.
- GUERNELLI M., *Crisi bancarie: responsabilità dell'emittente e dell'intermediario*, in *Banca imp. soc.*, 2017, 347 ss.
- GUERRIERI G., *Art. 2377*, in *Commentario breve al diritto delle società*⁴, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, Cedam, 2017, 632 ss.
- GUERRIERI G., *Art. 2388*, in *Commentario breve al diritto delle società*⁴, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, Cedam, 2017, 729 ss.
- GUIDOTTI R., *L'opa obbligatoria e le conseguenze della sua mancata promozione*, in *Contr. impr.*, 2010, 869 ss.
- HART O.-ZINGALES L., *Companies should maximize shareholder welfare not market value*, di prossima pubblicazione in *Journal of law, finance and accounting*, 2017, disponibile al sito www.chicagobooth.edu
- HICKS J., *The foundations of welfare economics*, in *Economic Journal*, 1939, 49, 696 ss.
- HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, 2002, 5, disponibile all'indirizzo www.europa.eu.
- HIRSCHMAN A., *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, Cambridge (Ma), Harvard University Press, 1970.

- HOCKETT R.- OMAROVA S., *The finance franchise*, in *Cornell law review*, 2017, 102, 1143 ss.
- HOPT K., *European takeover reform of 2012/2013 – Time to re-examine the mandatory bid*, in *European business organization law review*, 2014, 143 ss.
- HOWELL E., *An analysis of the prospectus regime: the EU reforms and the ‘Brexit’ factor*, in *European company and financial law review*, 2018, 87 ss.
- HÜBNER M., *Wenn der markt regiert*, Campus, 2019.
- HUERTAS M.-BEYERSDORFER M., *SME growth markets in 2018: will MiFID II/MiFIR drive greater choice of capital markets based financing options for SMEs?*, in *International company and commercial law review*, 2017, 407 ss.
- IACUMIN L., *Azione di classe e tutela degli azionisti*, in *Giur. it.*, 2015, 91 ss.
- IBBA C., *Contenuti e forme dell’informazione societaria fra passato e futuro. Profili generali*, in *Analisi giur. economia*, 2019, 601 ss.
- IOSCO, *Examination of Liquidity of the Secondary Corporate Bond Markets. Final report*, 2017 disponibile al sito <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD558.pdf>.
- IRELAND P., *Defending the rentier: corporate theory and the reprivatisation of the public company*, in *The political economy of the company*, in J. Parkinson, A. Gamble e G. Kelly, Oxford, Hart, 2000, 162 ss.
- IRELAND P., *Property and contract in contemporary corporate theory*, in *Legal studies*, 2003, 473 ss.
- IRRERA M., *La patologia delle delibere consiliari nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 1137 ss.
- JABKO N., *Playing the market. A political strategy for uniting Europe, 1985–2005*, Ithaca, 2006.
- JAKAB Z.-KUMHOF M., *Banks are not Intermediaries of Loanable Funds – Facts, Theory and Evidence 3*, BoE Staff Working Paper No. 761, Jan 2019.
- JOHNSTON A., *Takeover regulation: historical and theoretical perspectives on the City Code*, in *Cambridge law journal*, 2007, 455 ss.
- KALDOR N., *Welfare propositions in economics and interpersonal comparisons of utility*, in *Economic Journal*, 1939, 49, 549 ss.
- KATELOUZOU D.-SIEMS M., *Disappearing paradigms in shareholder protection: leximetric evidence for 30 countries, 1990-2013*, in *Journal of corporate law studies*, 2015, 15, 27 ss.
- KENNEDY DAVID, *Some Caution about Property Rights as a Recipe for Economic Development*, in *Accounting, economics and law*, 2011, 1, 1 ss.
- KENNEDY DUNCAN, *Cost-benefit analysis of entitlement problems: a critique*, in *Stanford law review*, 1981, 33, 387 ss.
- KENNEDY DUNCAN-MICHELMAN F., *Are property and contract efficient?*, in *Hofstra law review*, 1980, 8, 712 ss.

- KERSHAW D., *Corporate law and self-regulation*, in *LSE Law, Society and Economy Working Papers 5/2015*, disponibile all'indirizzo www.lse.ac.uk, 18 ss.
- KERSHAW D., *Principles of takeover regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2016.
- KERSHAW D., *The illusion of importance: reconsidering the UK's takeover defence prohibition*, in *International and comparative law quarterly*, 2007, 56, 267 ss.
- KERSHAW D., *Web Chapter A: The Market for Corporate Control*, Oxford, Oxford University Press, 2010.
- KRIPPNER G., *Capitalizing on crisis: the political origins of the rise of finance*, Harvard, Harvard University Press, 2012.
- KUDRNA Z., *The EU's Capital Markets Union: unlocking investments through gradual integration*, Eurogrowth, 2016.
- KUMHOF M.-RANCIÈRE R.-WINANT P., *Inequality, leverage and crises*, in *American economic review*, 2015, 1217 ss.
- LAMANDINI M., *Tetti azionari a presidio statutario dell'OPA e diritto di recesso*, in *Società*, 2015, 11, 1276 ss.
- LAMBIASE A., *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*, Milano, Franco Angeli, 2015.
- LAURINI F., *Commento all'art. 2371 c.c.*, in *Assemblea*, a cura di Picciau, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti-A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari, Milano, Giuffrè, 2008, 155 ss.
- LAZONICK W., *The functions of the stock market and the fallacies of shareholder value*, *Working paper n. 58*, Institute for New Economic Thinking, 2017, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com.
- LENER R., *La diffusione delle informazioni price sensitive fra informazione societaria e informazione riservata*, in *Società*, 1999, 142 ss.
- LENER R.-TUCCI A., *Società per azioni. L'Assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da R. Costi, 2012.
- LEROY A., *Credit Procyclicality and Financial Structures in EU*, 2015, disponibile all'indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2568112.
- LIBERTINI M.-MIRONE A.-SANFILIPPO P. M., *L'assemblea di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2016.
- LICHT A., *The mother of all path dependencies: toward a cross-cultural theory of corporate governance systems*, in *Delaware journal of corporate law*, 2001, 26, 147 ss.
- LUBRANO DI SCORPANELLO M., *Postergazione legale per le obbligazioni?*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 510 ss.
- LUCANTONI P., *Il mercato dei derivati: note preliminari ad uno studio sistematico*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, I, 182 ss.

- LUPI G., *Art. 1*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di Fratini e Gasparri, Torino, 2012, 45 ss.
- MACRÌ E., *Informazioni privilegiate e disclosure*, Padova, 2008.
- MAGGINI P., *L'estensione delle norme sugli abusi di mercato agli strumenti finanziari negoziati nei sistemi multilaterali di negoziazione*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 1014 ss.
- MARANI G., *In tema di arbitrato, arbitraggio e perizia contrattuale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, I, 610 ss.
- MARASÀ G., *Prime note sulle modifiche dell'atto costitutivo della s.p.a. nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 142 ss.
- MARCHETTI P., *Commento all'art. 20 del d.l. Competitività (azioni a voto maggiorato, a voto plurimo ed altro)*, Relazione al Convegno del Consiglio Notarile di Milano, 22 settembre 2014.
- MARCHETTI P., *Il potere decisionale gestorio nella s.p.a.*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, Cedam, 2004, 470 ss.
- MARCHETTI P., *Il ruolo dell'assemblea nel t.u. e nella corporate governance*, in *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, a cura di B. Libonati, Padova, 1999, 19 ss.
- MARCHISIO E., *La "maggiorazione del voto" (art. 127-quinquies t.u.f.): récompense al socio "stabile" o trucage del socio di controllo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, 79 ss.
- MASSA FELSANI F., *Il ruolo del presidente nell'assemblea di s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 2004.
- MAUGERI M., *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Il testo unico finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, 1255 ss.
- MAYER C., *New issues in corporate finance*, in *European Economic Review* 1988, 32, 1167 ss.
- MCLEAY M.-RADIA A.-THOMAS R., *Money Creation in the Modern Economy*, in *BOE Quarterly Bulletin*, 2014.
- MEHRLING P., *The New Lombard Street*, 2011.
- MICHAELS R., *Make or buy – A new look at legal transplants*, in *Regulatory competition in contract law and dispute resolution*, a cura di H. Eidenmuller, Monaco, Beck, 2013, 27 ss.
- MICHELL J., *Do shadow banks create money? 'Financialisation' and the monetary circuit*, in *Metroeconomica*, 68, 354 ss.
- MINA G., *Il presidente dell'assemblea di s.p.a. e la legittimazione del socio all'esercizio del diritto di voto*, in *Società*, 2010, 1075 ss.
- MOLONEY N., *Capital markets union: "ever closer union" for the EU financial system?*, in *European law review*, 2016, 307 ss.

- MOLONEY N., *EU securities and financial markets regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2014.
- MONTALENTI P., *Il diritto societario dai “tipi” ai “modelli”*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 420 ss.
- MONTALENTI P., *La società quotata*, Padova, 2004.
- MORERA U.-SCIUTO M., *Revoca dalla quotazione in borsa e diritto di recesso del socio*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 3, 116 ss.
- MORSE G., *The City Code on takeovers and mergers – self regulation or self protection?*, in *Journal of business law*, 1991, 511 ss.
- MORSE G., *The many roles of the Panel*, in *Journal of business law*, 2004, 476 ss.
- MOSCA C., *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell’obbligo di opa. (Note a margine del caso Sai-Fondiarìa)*, in *Riv. soc.*, 2007, 1349 ss.
- MOSCA C., *Attivismo degli azionisti, voto di lista e azione di concerto*, in *Riv. soc.*, 2013, 110 ss.
- MOSCA C., *Autonomia statutaria e disciplina dell’opa obbligatoria: il caso BioXell S.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2006, 1179 ss.
- MOSCA C., *Azione di concerto e opa obbligatoria*, Milano, Egea, 2013;
- MOSCA C., *La maggiorazione del voto, il presupposto dell’obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie opa*, in *N. leggi civ. comm.*, 2015, 890 ss.
- MOSCO M., *La disciplina dei sistemi multilaterali di negoziazione*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2011, 507 ss.
- MOTTI C., *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici*, in *L’attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D’Apice, 2010, Bologna, 684 ss.
- MUCCIARELLI F.M., *Art. 92*, in *Commentario t.u.f.*, a cura di F. Vella, Torino, 2012, 867 ss.
- MUCCIARELLI F.M., *L’attuazione della direttiva o.p.a. nell’ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 448 ss.
- MUCCIARELLI F.M., *Le offerte pubbliche d’acquisto e di scambio*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da R. Costi, Torino, Giappichelli, 2014.
- MUCCIARELLI F.M., *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, 180 ss.
- MUKWIRI J., *The Myth of Tactical Litigation in UK Takeovers*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2008, 8, 384.
- NASSR I.K.-WEHINGER G., *Unlocking SME finance through market-based debt: securitization, private placements and bonds*, in *OECD Journal: financial market trends*, 2014, 89 ss.

- NELKEN D., *Legal transplants and beyond: of disciplines and metaphors*, in *Comparative law in the 21st century*, a cura di A. Harding e E. Orucu, New York, Kluwer, 2002, 19 ss.
- NOTARI M., *Analisi de iure condendo delle varianti organizzative delle s.r.l. (start up innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive*, in *Osservatorio dir. civ. comm.*, 2019, 241 ss.
- NOTARI M., *Art. 119*, in *La disciplina delle società quotate. Commentario*, a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, Milano, 1999, 758 ss.
- NOTARI M., *Commento sub art. 131*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, Milano, Giuffrè, 1999, 1129 ss.
- NOTARI M., *Contratto e regolamentazione nella quotazione in borsa*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 493 ss.
- NOTARI M., *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 529 ss.
- OECD, *Financing SMEs and Entrepreneurs 2012: An OECD Scoreboard*, Paris, 2012.
- OGOWEWO T., *Is contract the juridical basis of the Takeover Panel?*, in *Journal of international banking law*, 1997, 12, 20 ss.
- OGOWEWO T., *Tactical Litigation in Hostile Takeover Bids*, in *Journal of Business Law*, 2007, 6, 589 ss.
- OGUS A., *Rethinking self-regulation*, in *Oxford journal of legal studies*, 1995, 15, 87 ss.
- OMAROVA S., *New tech v. New Deal: fintech as a systemic phenomenon*, in *Yale Journal on Regulation*, 2019, 36, 736 ss.
- O'NEILL M., *When European integration meets corporate harmonization*, in *Company lawyer*, 2000, 21, 173 ss.
- OPPO G., *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. not.*, 1987, 651
- PACE D. I., *I sistemi organizzati di negoziazione nella proposta di revisione della MiFID: un primo raffronto con le altre sedi di negoziazione*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2012, I, 485 ss.
- PACE D.I., *Le negoziazioni organizzate di strumenti finanziari*, in *Nuovo dir. soc.*, 2016, 1, 37 ss.
- PACE D.I., *Ammissione sospensione esclusione dai mercati regolamentati*, Milano, 2012.
- PACE D.I., *Ammissione sospensione esclusione dai mercati regolamentati. Poteri della Consob e delle società di gestione dei mercati*, Milano, 2012.

- PACE D.I., *Ammissione, sospensione ed esclusione dalle negoziazioni: tra società di gestione del mercato e Consob*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2008, I, 607 ss.
- PACIELLO A., *Commento sub art. 2437-ter*, in *Società di capitali*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, II, Napoli, Jovene, 2004, 1113 ss.
- PAGANO M.-PANETTA F.-ZINGALES L., *Why do companies go public? An empirical analysis*, in *The journal of finance*, 1998, 27 ss.
- PALMIERI M., *Offerte al pubblico e sollecitazioni di pubblico risparmio*, in *Il testo unico finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, 1278 ss.
- PASQUARIELLO C., *Il recesso nei gruppi di società*, Padova, Cedam, 2008.
- PEDERZINI E., *I registri delle persone che hanno accesso ad informazioni privilegiate*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2007, 994 ss.
- PEDERZINI E., *Profili contrattuali delle offerte pubbliche di acquisto*, Milano, Giuffrè, 2004.
- PELLEGRINI F., *L'ultima parola della Suprema Corte nella vicenda Cultrera*, in *Società*, 2017, 325 ss.
- PELLIZZI G.L., *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. comm.*, 1967, 202 ss.
- PERRONE A., *Small and medium enterprises growth markets*, in *Capital markets Union in Europe*, a cura di D. Busch, E. Avgouleas e G. Ferrarini, Oxford, 2018, 253 ss.
- PINTO V., *La responsabilità degli amministratori per "danno diretto" agli azionisti*, in *Il nuovo diritto societario*, liber amicorum Gian Franco Campobasso, 2, Torino, Utet, 2006, 893 ss.
- PISANI L., *Art. 131*, in *Testo unico della finanza. Commentario*, vol. 2, a cura di G. F. Campobasso, Torino, 2002, 1083 ss.
- PISCITELLO P., *Recesso del socio*, in *Diritto commerciale*, a cura di Abriani, Milano, Giuffrè, 2011, 689; L. SALVATORE, nt. 382, 637 ss.
- PISTOR K., *A legal theory of finance*, in *Journal of comparative economics*, 2013, 41, 315 ss.
- PLANELL S.B., *Determinantes y efectos de la salida a Bolsa en Espana: un analisis empirico*, Centro de estudios monetarios y financieros, Working paper, 1995.
- POMELLI A., *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, 418 ss.
- POMELLI A., *I limiti statutari al diritto di voto nelle società per azioni*, Bologna, Bonomo, 2008, 280 ss.
- POMELLI A., *Inadempimento dell'obbligo di opa totalitaria e tutela risarcitoria: il caso è chiuso(?)*, in *Società*, 2016, 580 ss.
- POMELLI A., *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, Milano, Giuffrè, 2014.

- PORTALE G. B.-DE LUCA N., *Interessi primordiali degli azionisti e competenze dell'assemblea*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 1 ss.
- PORTALE G.B., *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso. Assemblea – amministrazione*, vol. 2, Torino, 2006, 5 ss.
- PORZIO M., *Le società a responsabilità limitata e il mercato finanziario*, in *Riv. soc.*, 2004, 1186 ss.
- PRESTI G., *Le nuove ricette del diritto societario*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. Benazzo, S. Patriarca e G. Presti, Milano, Giuffrè, 2003, 6 ss.
- PRINCIGALLI A., *Omissioni e responsabilità civile della pubblica amministrazione*, in *Foro it.*, 1992, I, 1421 ss.
- QUARANTA A., *Art. 2437*, in *Codice Civile*³, a cura di G. Alpa e V. Mariconda, Milano, Wolters Kluwers Italia, 2013, II, 903;
- QUIGGIN J., *Zombie economics*, 2010, Princeton, Princeton University Press, 35 ss.
- QUINN S., *American bonds: how credit markets shaped a nation*, Princeton, Princeton University Press, 2019.
- RESCIO G., *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, in *Riv. dir. soc.*, 2016, I, 294 ss.
- RICKS M., *Money as infrastructure*, in *Columbia Business Law Review*, 2018, 757 ss.
- RIDER B., *Regulation of British securities industry*, Oyez, 1979.
- RIZZARDO D., *I poteri del presidente dell'assemblea di s.p.a. ed il controllo giudiziale sui suoi atti*, in *Le società nel processo*, a cura di C. Consolo-G. Guizzi-I. Pagni, Torino, Giappichelli, 2012, 167 ss.
- ROMAGNOLI G., *Diritti dell'investitore e dell'azionista nell'opa obbligatoria*, Padova, Cedam, 2005.
- ROSSI G.-STABILINI A., *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, 1 ss.
- ROSSI S., *Una finanza per lo sviluppo*, 12 settembre 2014, disponibile all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2014/rossi_12092014.pdf,
- RUSSO C., *Art. 94*, in *Commentario Tuf*, a cura di F. Vella, Torino, 2012, 899 ss.
- RYDQVIST K.-HÖGHOLM K., *Going public in the 1980s: evidence from Sweden*, in *European financial management*, 1995, 287 ss.
- SACCHI R., *La tutela delle minoranze tra tutela indennitaria e rimedi demolitori*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 231 ss.
- SACCHI R., *La tutela obbligatoria degli azionisti nel nuovo art. 2377 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. Benazzo, S. Patriarca e G. Presti, Milano, Giuffrè, 2003, 160 ss.

- SALAMINA V., *Responsabilità del nominated adviser per violazione degli obblighi di condotta: la regolamentazione dei mercati finanziari tra funzione ripristinatoria e funzione afflittiva della sanzione*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 304 ss.
- SALVATORE L., *Il «nuovo» diritto di recesso nelle società di capitali*, in *Contr. impr.*, 2003, 629 ss.
- SCHUSTER E., *The mandatory bid rule: efficient, after all?*, in *Modern law review*, 2013, 529 ss.
- SCIUTO M., *Il ruolo dell'assemblea dei soci nel tipo s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 337 ss.
- SCOGNAMIGLIO R., *Art. 1349*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna, Zanichelli-Foro Italiano, 1970, 395 ss.
- SEMINARA S., *L'informazione privilegiata*, in *Il testo unico finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, 2124 ss.
- SEPE M., *La nuova regolamentazione dei mercati finanziari*, Padova, 2016.
- SEPE S., *Private sale of corporate control: why the European mandatory bid rule is inefficient*, in *Arizona legal studies discussion paper n. 10-29*, 2010, disponibile all'indirizzo www.ssrn.it.
- SICILIANO G., *Cento anni di borsa in Italia*, Bologna, 2001.
- SICLARI D., *“European Capital Markets Union” e ordinamento nazionale*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2016, I, 481 ss.
- SIEMS M., *Comparative law*, Cambridge UK, Cambridge University Press, 2014, 191 ss.
- SJAFJELL B., *Political path dependency in practice: the takeover directive*, in *Yearbook of European law*, vol. 27, 399 ss.
- SKOG R., *Se l'o.p.a. obbligatoria sia davvero necessaria. Riflessioni critiche alla luce del sistema svedese*, in *Riv. soc.*, 1995, 969 ss.
- SOLDATI, *Le clausole compromissorie nelle società commerciali*, Giuffrè, Milano, 2005.
- SPADA P., *Tipologia delle società e società per azioni quotata*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, 219 ss.
- SPAMANN H., *Contemporary legal transplants: legal families and the diffusion of (corporate) law*, in *Brigham young university law review*, 2009, 1813 ss.
- SPAMANN H., *On the insignificance and/or endogeneity of La Porta et al's 'anti-director rights index' under consistent coding*, in *John Olin Center for Law, Economics and Business, Fellows' discussion paper series, Discussion Paper n. 7*.
- SPOLIDORO M.S., *Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza*, in *Riv. soc.*, 2020, 406 ss.

- STELLA RICHTER Jr. M., *Forma e contenuto dell'atto costitutivo delle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, vol. 1*, a cura di E. Colombo e B. Portale, Torino, Utet, 2004, 303 ss.
- STELLA RICHTER jr. M., *Il diritto di recesso, il controllo della logica della Cassazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 603 ss.
- STELLA RICHTER jr. M., *Parere in tema di delisting dall'AIM Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 106 ss.
- STELLA RICHTER jr. M., *Trasferimento del controllo e rapporto fra soci*, Milano, Giuffrè, 1996.
- TALBOT L., *Why shareholders shouldn't vote: a marxist-progressive critique of shareholder empowerment*, in *Modern law review*, 2013, 76, 808 ss.
- TANTINI G., *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella società per azioni*, Milano, Cedam, 1973.
- TAROLA I., *Sistemi multilaterali di negoziazione. Caratteristiche e regole applicabili*, in *Strumenti finanziari e regole MiFID*, a cura di F. Del Bene, Milano, 2009, 324 ss.
- TORRENTE A.-SCHLESINGER P., *Manuale di diritto privato*, Milano, Giuffrè, 2015.
- TRISCORNIA A., *Il "gioco dell'OPA" all'AIM*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, I, 802 ss.
- TROIANO V., *Sistemi di negoziazione. Mercati regolamentati*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, 1007 ss.
- TUCCI A., *Gli assetti proprietari delle società quotate*, in *Il testo unico finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, 1542 ss.
- TUCCI A., *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto. Rimedi e tutele*, Milano, Giuffrè, 2008.
- VALIANTE D., *CMU and the deepening of financial integration*, in *Capital markets Union in Europe*, a cura di D. Busch, E. Avgouleas e G. Ferrarini, Oxford, 2018, 9 ss.
- VEGAS G., *Audizione del presidente della Consob presso la Camera dei Deputati, VI Commissione finanze, Indagine conoscitiva sul mercato degli strumenti finanziari*, Roma, 23 marzo 2011, 7, disponibile all'indirizzo http://www.consob.it/documents/46180/46181/audizione_vegas_20110323.pdf/9e8abbbc-74fc-4da6-b8ef-489b5fbb3f52.
- VEIL R.-DI NOIA C., *SME growth markets*, in *Regulation of the EU financial markets: Mifid II and Mifir*, a cura di D. Busch e G. Ferrarini, Oxford, 2017.
- VELLA F.-CORRENTE V., *La quotazione nei mercati e la negoziazione sui sistemi*, in *Il testo unico finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, 1045 ss.
- VENTORUZZO M., *Art. 132*, in *La disciplina delle società quotate nel Tuf. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1993, n. 58*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, 1185 ss.

- VENTORUZZO M., *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political Economic Ends*, in *Texas international law journal*, 2006, 41, 171 ss.
- VENTORUZZO M., *Il risarcimento dei danni da deliberazione assembleare invalida a favore dei soci non legittimati ad impugnare*, in *Riv. soc.*, 2013, 629 ss.
- VENTORUZZO M., *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1070 ss.
- VENTORUZZO M., *Natura giuridica e disciplina del rapporto tra società di gestione dei mercati regolamentati e intermediari ammessi all'attività di negoziazione: considerazioni a margine di un caso di "cancellazione" di contratti conclusi tra operatori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, II, 719 ss.
- VENTORUZZO M., *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2012.
- VENTORUZZO M., *Takeover regulation as a wolf in sheep's clothing: taking U.K. rules to Continental Europe*, in *Pennsylvania journal of business law*, 2008, 11, 158 ss.
- VISINTINI G., *Il dibattito sulla natura della responsabilità precontrattuale rivisitato alla luce della casistica*, in *Contr. impr.*, 2017, 335 ss.
- WEHINGER G., *SMEs and the credit crunch: current financing difficulties, policy measures and a review of literature*, in *OECD Journal: financial market trends*, 2014, 116 ss.
- WEIGMANN R., *Società per azioni*, in *Digesto disc. Priv. Sez. comm.*, XIV, Torino, 1997, 416 ss.
- WERNER R., *A lost century in economics: three theories of banking and the conclusive evidence*, in *International review of financial analysis*, 2016, 361 ss.
- WERNER R., *Can banks create money out of nothing? – The theories and the empirical evidence*, in *International review of financial analysis*, 2014, 1 ss.
- WINNER M., *Active shareholders and European takeover regulation*, in *European company and financial law review*, 2014, 11, 378 ss.
- WÓJCIK D., *The global stock market: issuers, investors, and intermediaries in an uneven world*, Oxford, 2011.
- WYMEERSCH E., *The mandatory bid: a critical view*, in *European takeovers – law and practice*, a cura di K. Hopt e E. Wymeersch, Londra, Butterworths, 1992, 351 ss.
- ZUDDAS G., *L'arbitraggio*, Napoli, Jovene, 1992.

GIURISPRUDENZA

C. Giust. UE, sez. II, sent. 22 marzo 2012, causa C-248/11, in *Dir. pubbl. comparato ed europeo*, 2012, 1087 ss.

Cass. Civ., Sez. I, 28 ottobre 1980, n. 5790, in *Giur. Comm.*, 1981, II, 1736 ss.

Cass. Civ., Sez. Un., 14 gennaio 1992, n. 367, in *Foro it.*, 1992, I, 1421 ss.

Cass. Civ., sez. I, 3 marzo 2001, n. 3132, in *Banca dati Pluris*.

Cass. Civ., Sez. I, 8 novembre 2005, n. 21641, in *Banca dati Pluris*.

Cass. Civ., Sez. I, 2 luglio 2007, n. 14963, in *Banca dati Pluris*.

Cass. Civ., sez. I, 25 febbraio 2009, n. 4587, in *Banca dati Pluris*.

Cass. Civ., Sez. I, 11 giugno 2010, n. 14056, in *Danno e resp.*, 2011, 621 ss.

Cass. Civ., Sez. I, 22 aprile 2013, n. 9962, in *Giur. comm.*, 2015, II, 802 ss.

Cass. Civ., sez. I, 3 giugno 2014, n. 12370, in *Giur. comm.*, 2015, II, 299 ss.

Cass. Civ., Sez. Un., 6 marzo 2015, n. 4628, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2015, 601 ss.

Cass. Civ., Sez. I, 7 luglio 2015, n. 14056, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, II, 409 ss.

Cass. Civ., Sez. I, 8 settembre 2015, n. 17794, in *Banca dati Pluris*.

Cass. Civ., Sez. III, 28 giugno 2016, n. 13291 in *Giur. it.*, 2017, 600 ss.

Cass. Civ., Sez. I, 12 luglio 2016, n. 14188, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2016, 1451 ss.

Cass. Civ., sez. I, 4 novembre 2016, n. 23418, in *Società*, 2017, 320 ss.

Cass. Civ., Sez. I, 1 giugno 2017, n. 13875, in *Notariato*, 2017, 449 ss.

Cass. Civ., Sez. I, 20 giugno 2018, n. 16291, in *Banca dati Pluris*.

Cass. Civ., Sez. VI, ord. 3 ottobre 2019, n. 23738, in *Pluris*.

App. Milano, 16 ottobre 2001, App. Brescia del 2 luglio 2014, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1055 ss.

App. Firenze, Ord., 15 luglio 2014, in *Giur. it.*, 2015, 89 ss.
in *Società*, 2002, 449 ss.

Trib. Brescia, 3 giugno 2009, in *Società*, 2010, 1075 ss.

Trib. Milano ordinanze 11 luglio 2012, pubblicate in *Riv. dir. soc.*, 2013, 96 ss.

Trib. Milano, ord. 29 marzo 2014, n. 11587, in *Giur. comm.*, 2015, II, 661 ss.

Trib. Milano, 21 luglio 2015, in *Giur. comm.*, 2016, II, 647 ss.

Trib. Genova, ord. 8 novembre 2016, in *Società*, 2017, 465 ss.

Trib. Milano, 18 maggio 2017, in *Società*, 2017, 1362 ss.

Trib. Roma, Sez. 3, 5 giugno 2017, n. 11271, in *ilcaso.it*.

Trib. Roma, 1 aprile 2019, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, 765 ss.

Trib. Milano, 19 giugno 2019, n. 5972 per quanto riguarda le s.p.a., disponibile sul sito www.giurisprudenzadelleimprese.it.

Trib. Milano, 28 giugno 2019, n. 6360, disponibile sul sito www.giurisprudenzadelleimprese.it, per quanto riguarda le s.r.l.

Trib. Milano, Sez. Impr. B, 8 ottobre 2019, n. 9040, in *Giur. imprese*.

Collegio dei Probiviri di Borsa Italiana per l'AIM, decisione del 30 settembre 2010, pubblicata in *Riv. dir. soc.*, 2013, 304 ss.

R v Panel on Takeovers and Mergers, ex p Datafin Plc [1987] QB 815 ss.

R v Panel on Takeovers and Mergers, ex p Guinness plc [1989] 1 All ER 509 ss.

R v Advertising Standards Authority ex p Insurance Services Plc [1990] 2 Admin. LR 77 ss.

R v Jockey Club, ex parte Aga Khan [1993] 2 All E.R. 853, 875 ss.

R (on the application Holmcroft Properties Ltd) v KPMG LLP [2016] EWHC 323 ss.

Takeover Appeal Board Statement 2017/1, disponibile sul sito www.takeoverappealboard.org.uk.

Takeover Panel, Panel Statement 2017/8, disponibile sul sito www.takeoverpanel.org.uk.

ABSTRACT

La tesi studia ed approfondisce la disciplina dei mercati di crescita per le PMI, indagando il regime normativo delle società ivi quotate. Considerata la struttura composita dell'architettura regolamentare (direttive e regolamenti europei, fonti primarie nazionali e regolamento del mercato) l'indagine adotta una prospettiva olistica sulla regolamentazione, al fine di individuare principii comuni e risolvere dubbi interpretativi. Inoltre, l'approfondimento in chiave storica e di economia politica, volto a ricostruire le ragioni per l'introduzione dei mercati di crescita e gli obiettivi perseguiti dal legislatore europeo, permette di identificare le *rationes* sottostanti alle disposizioni e di facilitarne l'interpretazione.

Il primo capitolo approfondisce l'evoluzione storica e istituzionale dei mercati di crescita per le PMI e gli obiettivi che il legislatore europeo si prefigge di raggiungere. Si chiariranno pertanto le argomentazioni accennate in precedenza e si metterà in evidenza come l'obiettivo di creare un ecosistema normativo che possa assolvere ai compiti dichiarati abbia determinato specifiche scelte normative.

Il secondo capitolo affronta invece il processo di registrazione dei sistemi multilaterali di negoziazione come mercati di crescita. Dopo una breve disamina dell'organizzazione delle sedi di negoziazione nella Mifid II, in modo da poter identificare quali siano le caratteristiche specifiche dei mercati di crescita rispetto ai mercati regolamentati ed ai sistemi multilaterali di negoziazione, il capitolo indaga quali siano i requisiti affinché un sistema multilaterale possa essere registrato come mercato di crescita, come si svolga il processo di registrazione e quale sia il ruolo dell'autorità di vigilanza. Oltre ad affrontare questioni interpretative della normativa, l'analisi è necessaria per comprendere come la distribuzione delle competenze regolamentari influenzi poi le "discipline" specifiche prodotte tramite il regolamento del mercato oppure direttamente dalle fonti europee. Inoltre, i requisiti di registrazione chiariscono quali siano le funzioni che devono essere svolte dai mercati di crescita, permettendo di vagliare come debbano essere interpretate disposizioni del regolamento del mercato e di risolvere specifici nodi interpretativi riguardo alla disciplina dell'informazione e degli emittenti.

Il terzo capitolo approfondisce quali siano le disposizioni di diritto societario applicabili agli emittenti quotati sui mercati di crescita. Infatti, mentre la disciplina per gli emittenti quotati sui mercati regolamentati non è direttamente applicabile a queste società, non si può neppure escludere in via preliminare che determinate disposizioni non siano applicabili in via analogica, a causa delle specifiche caratteristiche conferite a questi emittenti ed ai titoli ammessi alla negoziazione dalla quotazione. Inoltre, è necessario vagliare quali siano i limiti che il regolamento del mercato incontra nell'imporre determinate regole di *governance*.

Il quarto capitolo analizza diverse disposizioni (in parte previste in fonti europee ed in parte derivanti dal regolamento del mercato) relative all'informazione, intesa in senso ampio: le disposizioni circa il prospetto, gli abusi di mercato, la trasparenza degli assetti societari e le relazioni finanziarie. Tali elementi sono cruciali affinché gli investitori abbiano fiducia rispetto agli emittenti ammessi e si sviluppi un mercato secondario per gli strumenti finanziari emessi.

Infine, il quinto capitolo affronta la disciplina dell'o.p.a. obbligatoria prevista dal regolamento del mercato di crescita AIM Italia (allo stato, l'unico mercato di crescita registrato in Italia). Tenendo in considerazione le funzioni che il mercato azionario svolge, nonché il ruolo fondamentale che all'istituto è assegnato nel t.u.f. è necessario analizzare la disciplina giuridica della stessa e come essa interagisca con i procedimenti di cessione del controllo per le società ivi ammesse. La discussione fornisce inoltre un utile banco di prova per vagliare i limiti ed esporre le criticità della regolamentazione implementata tramite il regolamento del mercato.

RINGRAZIAMENTI

Il presente lavoro è il frutto di un percorso di ricerca, svolto nel corso degli anni ed in luoghi differenti, che ha beneficiato numerosi stimoli che sarebbe impossibile richiamare completamente.

Un ringraziamento speciale va al prof. Francesco Vella, mio primo Maestro, che ha supervisionato con costanza questo lavoro; i numerosi confronti, anche sugli altri temi di ricerca che mi hanno occupato nel corso del dottorato, sono stati fondamentali nello sviluppo del mio percorso di ricerca.

Un altro ringraziamento sentito va al prof. Alberto Musso, che ha supervisionato questa tesi, ed al dott. Riccardo Ghetti, i cui suggerimenti, sin dal momento della redazione della tesi di laurea, hanno ampliato i miei orizzonti di ricerca.

È infine necessario ringraziare diversi Studiosi con cui mi sono confrontato in numerose occasioni e che mi hanno permesso di ampliare la mia prospettiva sul diritto, non solamente dal punto di vista dogmatico, ma soprattutto sulla sua funzione socio-economica: Sergio Gilotta, Tunde Ogowewo, Katharina Pistor, Alessandro Pomelli, Edward Rock.