

L. PLATTNER

**La quotazione all'AIM come tecnica di finanziamento delle PMI (\*)**

SOMMARIO: 1. *Le ragioni per promuovere i mercati alternativi destinati alle PMI in crescita*. 2. *Le problematiche legate allo sviluppo dei mercati dedicati alle PMI*. 3. *Il panorama italiano*. 4. *Quali ulteriori azioni?*

1. *Le ragioni per promuovere i mercati alternativi destinati alle PMI in crescita*

1.1.  *Mercati dedicati alle PMI in crescita*

L'importanza dei mercati dei capitali per l'economia dell'Unione Europea, nonché la necessità del loro sviluppo sono chiaramente riconosciuti nel Libro verde della Commissione sull'Unione dei Mercati dei Capitali <sup>(1)</sup>.

Le quotazioni svolgono un ruolo cruciale nell'economia dell'Unione Europea considerato che le dimensioni dei mercati dei capitali sono positivamente correlate con lo sviluppo economico. Negli Stati membri in cui i mercati dei capitali e, in particolare, i mercati azionari, sono poco sviluppati, la crescita si pone sempre al di sotto della media <sup>(2)</sup>. Nell'Unione Europea è il mercato dei capitali, che fornisce l'accesso al debito e al finanziamento azionario, e che determina, in ultima istanza, lo sviluppo economico di ciascuno Stato membro.

Le PMI si trovano, tuttavia, ad affrontare elevati costi di quotazione quando si rivolgono ai mercati regolamentati. Per tale motivo sono state istituite le piattaforme di crescita specializzate come i sistemi multilaterali di negoziazione ("MTF"), introdotti con la MiFID <sup>(3)</sup>, e gli SME *Growth Market* (o Mercati di crescita per le PMI), di cui alla MiFID 2 <sup>(4)</sup>, che assicurano un approccio proporzionato in materia di accesso, permanenza, regolamentazione e vigilanza al fine di incoraggiare le IPO da parte delle PMI <sup>(5)</sup>.

---

(\*) Relazione al XXXII Convegno di studio "Adolfo Beria di Argentine" su problemi attuali di diritto e procedura civile. *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?* Courmayeur, 14-15 settembre 2018.

(1) Commissione Europea, *Green Paper: Building a Capital Markets Union*, 2015, in [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper_en.pdf)

(2) C. Kaeser e M.S. Rapp, *Capital markets and economic growth: Long-term trends and policy challenges*, 2014, in [http://www.Europeanissuers.eu/\\_lib/newsflash/research\\_paper\\_-\\_release\\_version\\_-\\_march\\_2014.pdf](http://www.Europeanissuers.eu/_lib/newsflash/research_paper_-_release_version_-_march_2014.pdf).

(3) Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004. I sistemi multilaterali di negoziazioni hanno iniziato a operare nel 2007. Lo *Small Business Act* per l'Europa del 2008 della Commissione Europea ha esplicitato l'adozione di regole progettate con l'obiettivo di ridurre gli oneri amministrativi per le PMI.

(4) Direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014 ("MiFID 2"). Nell'ambito del Piano d'azione dell'Unione sui Mercati dei Capitali, sono stati introdotti gli SME Growth Market (v. articolo 33 della direttiva e art. 69, D. Lgs. 58/1998). Al 1° settembre 2018 i mercati che nell'Unione Europea hanno optato per essere classificati come SME Growth Market sono solo 2 (AIM UK e AIM Italia).

(5) Quanto al successo di nuovi mercati sono state notate importanti differenze tra ciascuna iniziativa in

È importante sottolineare, tuttavia, che ogni tentativo di ridurre i requisiti per le quotazioni delle PMI in termini di trasparenza, governo societario o informativa non deve sacrificare la protezione degli investitori e, di conseguenza, ridurre l'appetito degli investitori <sup>(6)</sup>. L'applicazione di requisiti proporzionati per gli emittenti di minori dimensioni può, peraltro, comportare requisiti diversi, ma non necessariamente inferiori, e in alcune aree possono essere previsti standard più elevati per le *small cap* rispetto alle *large cap* <sup>(7)</sup>.

Dal 2007, nell'Unione Europea sono stati raccolti 28,4 miliardi Euro dalle PMI tramite la quotazione sui mercati a queste dedicati e 52,8 miliardi di Euro sul mercato secondario. Va segnalato che la raccolta di capitali sui mercati destinati alle PMI nell'Unione Europea è diminuita passando da una media annua di 11 miliardi di euro negli anni 2005-2007 a una media annua pari a 2,8 miliardi di euro nel periodo 2008-2015 <sup>(8)</sup>.

Nell'Unione Europea sono oltre 2.000 le società quotate nei mercati dedicati alle PMI, con una capitalizzazione superiore a 100 miliardi di Euro <sup>(9)</sup>.

Il Regno Unito ha il mercato (AIM UK) più attivo con un totale di 656 IPO dal 2007 a inizio 2017, per un totale di Euro 21,4 miliardi di raccolta e 942 emittenti quotati <sup>(10)</sup>. Nel 2017 sono sbarcate su AIM UK 48 società per una raccolta di 2,165 miliardi di Euro <sup>(11)</sup>.

In Svezia e nei Paesi nordici e baltici è particolarmente attivo Nasdaq First Nord, che nel 2017 ha raccolto 2,3 miliardi di Euro tramite 85 quotazioni <sup>(12)</sup> e conta ora su 338 emittenti <sup>(13)</sup>.

Nel nostro Paese, AIM Italia ha accolto 24 nuovi emittenti nel 2017 <sup>(14)</sup> per una raccolta di 1,206 <sup>(15)</sup> e 26 nei primi 8 mesi del 2018 con una raccolta

---

termini di numero di quotazioni, capitalizzazione di mercato (capitalizzazione del mercato/PIL) e attività di negoziazione (fatturato). Il successo a lungo termine è in parte determinato dal successo iniziale: un numero elevato di quotazioni e scambi sono necessari, sebbene non sufficienti, quali condizioni per il successo a lungo termine, v. J.A.A. de Sousa, J.A. Beck, T. van Bergeijk, P.A.G. van Bergeijk e M.A. van Dijk, *Nascent Markets: Understanding the Success and Failure of New Stock Markets*, 2016, in <https://ssrn.com/abstract=2870392>.

<sup>(6)</sup> OECD, *Opportunities and Constraints of Market-based financing for SMEs*, 2015, p. 21, in <https://www.oecd.org/finance/financial-markets/Opportunities-and-Constraints-of-Market-based-Financing-for-SMEs.pdf>.

<sup>(7)</sup> Le società quotate su AIM Italia sono obbligate a redigere un documento informativo equivalente al documento di ammissione al mercato in occasione di operazioni straordinarie che superino specifici indici di rilevanza. Tale adempimento non è previsto per società quotate sul mercato regolamentato. V. art. 14, Regolamento Emittenti AIM Italia in tema di *reverse take-over*.

<sup>(8)</sup> AFME, cit., p. 64.

<sup>(9)</sup> I principali mercati per le PMI sono ubicati in Francia, Germania, Spagna, Italia, Svezia e nel Regno Unito.

<sup>(10)</sup> AIM Statistics, in <https://www.londonstockexchange.com/statistics/markets/aim/aim.htm>.

<sup>(11)</sup> PWC IPO Watch, 2017, in <https://www.pwc.co.uk/services/audit-assurance/capital-markets-accounting-advisory-and-structuring/insights/ipo-watch-europe.html>.

<sup>(12)</sup> PWC, cit.

<sup>(13)</sup> <http://www.nasdaqomxnordic.com/news/statistics>.

<sup>(14)</sup> *Ibidem*. L'analisi della raccolta nel 2017 evidenzia che il 41% delle società ha raccolto meno di 5 milioni di Euro; il 19% un importo compreso tra 5 e 10 milioni di Euro; il 6% compreso tra 10 e 15 milioni di Euro; il 34% superiore a 15 milioni di Euro.

<sup>(15)</sup> PWC, cit.

complessiva, dal 2009 al 2018, pari a oltre 4 miliardi di Euro tra mercato primario e secondario <sup>(16)</sup>, tenuto anche conto di esercizio di warrant ed emissioni obbligazionarie <sup>(17)</sup>. Attualmente le società quotate su AIM Italia sono 114.

Il NewConnect, maggior mercato dell'Europa Orientale dedicato alle PMI basato a Varsavia, presenta 403 società sul listino <sup>(18)</sup>, di cui 18 entrate nel 2017 per una raccolta di 54 milioni di Euro <sup>(19)</sup>.

EuroNext Growth, MTF gestito da Alternext, annovera 225 società <sup>(20)</sup> con 11 IPO nel primo semestre 2018 e una raccolta di 232 milioni di Euro <sup>(21)</sup>.

## 1.2. *La riduzione del credito per le PMI*

Come noto in Italia negli ultimi anni abbiamo assistito a una crescente riduzione nell'afflusso di risorse finanziarie verso le PMI. Sul punto vale la pena rammentare che nel nostro Paese, rispetto alla fine del 2011, lo *stock* di impieghi bancari destinati al sistema produttivo (società non finanziarie e imprese industriali), si è ridotto di ben 180 miliardi <sup>(22)</sup>.

Nonostante la drastica riduzione del credito bancario, permane una forte dipendenza delle PMI domestiche rispetto al credito bancario. Dall'analisi della struttura del passivo delle PMI italiane risulta un'incidenza dello *stock* di debiti bancari rispetto al patrimonio superiore al 100% per le imprese con fatturato inferiore ai 10 milioni di euro, mentre in Germania, Francia e Spagna tale incidenza è, in media, del 48%. Tale dipendenza determina, altresì, una stretta correlazione dei finanziamenti bancari alle PMI agli stress del sistema bancario.

Pertanto, per ovviare a tale dipendenza, è indispensabile assicurare alle PMI quante più possibili fonti alternative di finanziamento, affinché queste possano sostenere la propria crescita e patrimonializzazione nonché affrontare investimenti (anche rischiosi) senza incidere sulla leva finanziaria <sup>(23)</sup>. La patrimonializzazione di una società definisce, tra l'altro, la sua capacità di indebitamento.

Il finanziamento tramite la quotazione deve comunque essere visto come

---

<sup>(16)</sup> Nel 2018 sono stati raccolti su AIM Italia oltre 59 milioni di Euro sul mercato secondario (di cui 37 milioni di Euro derivanti da aumenti di capitale ed esercizio di warrant e 22 milioni di Euro dall'effettiva sottoscrizione di prestiti obbligazionari). Nel 2017 la raccolta secondaria è stata pari a 194 milioni di Euro (107 milioni di Euro da aumenti di capitale e 87 milioni di Euro da prestiti obbligazionari). Dal 2012 al 2018 i capitali raccolti da operazioni secondarie sono pari a 558 milioni di Euro (IRTop, cit., p. 4).

<sup>(17)</sup> IRTop, cit., p. 6. Nel periodo 1993-2000, l'area OCSE ha avuto una media annuale di circa 1.170 IPO, mentre tra il 2001 e il 2011, questo numero è sceso a circa 670. L'Europa è probabilmente la regione più colpita. Mentre il mercato azionario asiatico la capitalizzazione e il fatturato sono cresciuti più rapidamente (AFME, *The Shortage of Risk Capital of Europe's High Growth Businesses*, marzo 2017, p. 17).

<sup>(18)</sup> GPW, *Interim Report H1 2018*, in <https://www.gpw.pl/investor-relations>.

<sup>(19)</sup> PWC, cit.

<sup>(20)</sup> [https://www.euronext.com/en/reports-statistics/cash/monthly-statistics?archive=this\\_year](https://www.euronext.com/en/reports-statistics/cash/monthly-statistics?archive=this_year).

<sup>(21)</sup> AFME, Report 2018, in <https://www.afme.eu/en/reports/Statistics/Equity-data-report-q2-2018/>.

<sup>(22)</sup> Centro Studi CNA, luglio 2018.

<sup>(23)</sup> L. Giordano e M. Modena, *Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane*, 2017, p. 6, in <http://www.consob.it>.

complementare e integrativo, piuttosto che come un sostituto del credito bancario. La completa disintermediazione non è possibile e la quotazione non deve essere considerata come una via per ottenere l'autonomia dal sistema bancario. Il capitale di rischio dovrebbe andare *pari passu* col debito in bilancio equilibrato e sano <sup>(24)</sup>.

Purtroppo, la diversificazione delle fonti di finanziamento in Europa è ancora lontana dall'essere ottimale. Secondo una indagine 2017 della BCE sull'accesso alla finanza delle imprese, il mercato azionario contribuisce per il 10% mentre quello obbligazionario per il 3% del finanziamento totale delle PMI <sup>(25)</sup>. Nel complesso, la dipendenza è diminuita dopo la crisi finanziaria, ma permane comunque elevata.

### 1.3. *Crescita dimensionale e occupazione*

I mercati per le PMI possono contribuire alla crescita dimensionale delle imprese italiane <sup>(26)</sup> con evidenti ricadute in termini di occupazione, efficienza, produttività e, non da ultimo, di riduzione dell'evasione fiscale <sup>(27)</sup>. Una diffusa presenza di emittenti quotati determina effetti positivi sull'economia reale poiché sussiste una diretta correlazione tra investimenti nei mercati azionari e crescita dell'economia <sup>(28)</sup>.

Secondo una ricerca <sup>(29)</sup>, qualora in l'Italia le società quotate fossero 1.000, si determinerebbe un aumento della capitalizzazione di Borsa (+34%) con una crescita reale del PIL, nell'anno successivo, compresa tra lo 0,9% e l'1,5%. Quanto all'occupazione, questa potrebbe subire una riduzione del 6,9% del tasso di disoccupazione tramite la creazione, nell'anno successivo, di 137.000 nuovi posti di lavoro. Infine, i risultati dello studio citato indicano un aumento del gettito fiscale, nell'anno successivo, stimabile in un importo pari a circa 2,85 miliardi di Euro.

Quanto ad AIM Italia, i dati al 31 dicembre 2017 mostrano un incremento medio dei ricavi complessivi delle società quotate dell'11% e dell'EBITDA del 28%. L'incremento dei ricavi ha interessato il 74% delle società quotate AIM. Di queste, il 5% ha registrato tassi di crescita tra il 50% e il 100%, mentre il 3% ha registrato tassi di crescita superiori al 100%.

---

<sup>(24)</sup> OECD, cit., p. 7.

<sup>(25)</sup> European Central Bank, *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the Euro area*, maggio 2017 in [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/safe/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html).

<sup>(26)</sup> Secondo l'ufficio studi di Confcommercio (2018) su 4.338.766 imprese, 4.335.448 (il 99,9%) sono micro piccole e medie imprese e la quasi totalità (il 95%) è costituita da micro e piccole imprese con meno di 10 addetti. Il resto è formato da imprese che impiegano da 10 a 49 addetti (196.090 unità, pari al 4,5%), mentre quelle che impiegano da 50 a 249 addetti sono appena 21.867 (0,5%).

<sup>(27)</sup> E. Bobbio, M. Bugamelli, F. Lotti e F. Manaresi, *Imprese e produttività: quanto conta l'evasione fiscale*, 15 giugno 2018, in <http://www.lavoce.info/archives/53637/impres-e-produttivita-quanto-conta-levasione-fiscale/>.

<sup>(28)</sup> B. Cournède, O. Denk and P. Hoeller, *Finance and Inclusive Growth, OECD Economic Policy Paper*, 2015, n. 14, in [https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-policy-papers\\_2226583x](https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-policy-papers_2226583x).

<sup>(29)</sup> M. Geranio e E. Garcia Appendini, *Come sarebbe l'Italia con 1.000 società quotate?*, in *Economia&Management*, 2013.

Le società quotate su AIM Italia offrono lavoro a circa 20.000 dipendenti (243 il dato medio, 95 il dato mediano), valore in crescita rispetto al 2016 (+12%)<sup>(30)</sup>. Dalla data della quotazione, in media, gli emittenti registrano una crescita del numero dei dipendenti pari al 61%<sup>(31)</sup>.

Tra il 2017 e i primi 6 mesi del 2018, 50 società quotate su AIM Italia (49%) hanno effettuato almeno un'operazione straordinaria per un totale di 170 operazioni (125 nel 2017 e 45 nel 2018). Complessivamente, sono stati movimentati 316 milioni di euro (53 nei primi 6 mesi del 2018). Il 60% sono operazioni di crescita per linee esterne (con effetti di consolidamento del mercato), il 14% sono cessioni e l'11% fusioni<sup>(32)</sup>. L'attività di consolidamento del mercato deve essere considerata con estremo interesse tenuto conto che può rappresentare una valida opzione per cercare di limitare il sottodimensionamento delle imprese italiane, che soffrono di un ritardo di produttività e sono contraddistinte da investimenti ridotti in capitale umano, innovazione e capitale intangibile e da un basso tasso di adozione di nuove tecnologie (soprattutto digitali)<sup>(33)</sup>.

Effetti simili sono stati riscontrati anche in altri Paesi dell'Unione Europea. Le società quotate su AIM UK nel Regno Unito mostrano una crescita media del fatturato del 43% nell'anno successivo alla quotazione<sup>(34)</sup>, mentre tra il 2006 e il 2012, le società svedesi quotate su First North hanno aumentato la propria forza lavoro del 17%, nell'anno successivo alla quotazione, rispetto a una crescita annua del 5% delle società chiuse in Svezia<sup>(35)</sup>.

Da una recente ricerca pubblicata dalla CONSOB<sup>(36)</sup>, in cui viene analizzato, su un periodo di 10 anni (2002-2011), un ampio campione di medie imprese italiane quotate in borsa, confrontate con un campione di imprese non quotate simili per settore industriale e per dimensione, è chiaramente emerso che l'insieme delle società quotate ha registrato: (i) tassi di crescita notevolmente superiori rispetto alle non quotate in termini di fatturato, investimenti e occupazione; (ii) una maggiore possibilità di ricorso al capitale di debito per finanziare gli investimenti; (iii) maggiore redditività e incremento margini di profitti; (iv) una maggiore resilienza rispetto agli effetti della crisi finanziaria del 2007 e della conseguente recessione che ha avuto inizio nel 2009; (v) maggiore qualità dei dati contabili e minore esposizione a fenomeni manipolativi delle rendicontazioni contabili (cd. *earnings management*).

Il percorso di quotazione può portare, altresì, a una maturazione della cultura

---

<sup>(30)</sup> IRTop Consulting, *Osservatorio AIM Italia*, luglio 2018. Nel 2013 le società quotate su AIM UK impiegavano direttamente 430.000 risorse. V. Grant Thornton, *The Economic Impact of AIM*, 2015, p. 8.

<sup>(31)</sup> *Ibidem*, p. 14.

<sup>(32)</sup> *Ibidem*, p. 21.

<sup>(33)</sup> G. Berlingieri, S. Calligaris, S. Costa e C. Criscuolo, *Sulla produttività pesa la dimensione di impresa*, 10 aprile 2018, in <http://www.lavoce.info/archives/52364/sulla-produttivita-pesa-la-dimensione-impresa/>.

<sup>(34)</sup> Grant Thornton, cit., p.5.

<sup>(35)</sup> NASDAQ, *Capital Markets Union: The road to sustainable growth in Europe*, 2016 p. 9.

<sup>(36)</sup> L. Giordano e M. Modena, cit., p. 4.

aziendale frutto dei continui contatti e confronti col mondo degli investitori, soprattutto istituzionali, che arricchiscono le conoscenze delle PMI, soprattutto per quel che concerne il lato finanziario, le quali si trovano a operare in un ecosistema composto da esperti dedicati con competenze specifiche.

#### 1.4. *La rinascita della progettualità di lungo periodo*

L'esplosione degli operatori del mercato dei capitali destinati alle società chiuse (*angel investors, venture capital, private equity*) <sup>(37)</sup>, ora in grado di assistere le imprese anche di grandi dimensioni in tutte le fasi della crescita, ha permesso alle stesse imprese di accedere a rilevanti risorse finanziarie senza dover attingere ai mercati dei capitali, con la conseguenza che molte di queste vengono costituite col solo obiettivo di essere cedute nel breve-medio periodo, e non nell'ottica di impostare un progetto di crescita indipendente nel lungo o lunghissimo periodo, anche sostenuto tramite la quotazione.

Ciò determina spesso una minore crescita dimensionale (anche per effetto del minor numero di operazioni di consolidamento) e occupazionale delle PMI rispetto ai risultati che possono essere ottenuti nel tempo dalle società che perseguono la crescita tramite la quotazione. In altri termini, vengono privilegiati dalle nuove imprese interessi di breve periodo a scapito di una progettualità di ampio respiro <sup>(38)</sup>. Per stimolare tale progettualità l'accesso al mercato dei capitali deve essere incoraggiato e stimolato, affinché non venga percepito con un sbocco, nell'ambito del percorso di crescita della PMI sfidante, complesso e dispendioso in termini umani ed economici. Solo così si può creare uno strumento concorrenziale sul mercato della crescita delle PMI rispetto alla cessione della società a un investitore di *private equity*, la quale essere caratterizzata da rapporti interpersonali nell'ambito di un negoziato privato, presenta indubbi vantaggi quanto a costi e incertezze nella conclusione dell'operazione.

Occorre, peraltro, notare che i mercati azionari sono in larga misura utilizzati da PMI di recente costituzione e in rapida crescita. Nel periodo 2000-15, la percentuale di società che hanno scelto la quotazione a meno di 3 anni dalla costituzione è stata costantemente superiore alla percentuale di quelle con una anzianità pari o superiore a 15 anni <sup>(39)</sup>.

#### 1.5. *La socializzazione della creazione di valore*

Un'altra motivazione importante per spingere le società verso la quotazione consiste nella necessità di ampliare quanto più possibile la platea degli investitori in PMI, affinché i benefici della crescita delle stesse PMI non siano appannaggio di un ristretto gruppo di investitori istituzionali specializzati o di *high net word*

---

<sup>(37)</sup> Gli *asset under management* riferibili al *private equity* su base mondiale, a dicembre 2017, erano pari a 2.800 miliardi di dollari statunitensi, McKinsey, *The rise and rise of private markets*, 2018, in <https://www.mckinsey.com>.

<sup>(38)</sup> V. sul punto B. Paschke, *Securities Industry and Financial Markets Association, Hearing "Legislative Proposals to Help Fuel Capital and Growth on Main Street"*, 23 maggio 2018, <https://financialservices.house.gov/UploadedFiles/HHRG-115-BA16-WState-BPaschke-20180523.pdf>.

<sup>(39)</sup> OECD, cit., p. 12.

*individual* quali sono tipicamente i soggetti che operano nel *private equity*.

I beneficiari della creazione di valore da parte delle PMI dovrebbero essere quanti più possibile, e la quotazione è uno strumento essenziale affinché tale *surplus* non resti limitato entro un circolo chiuso ma possa essere condiviso con gli investitori *retail*, con i fondi comuni di investimento che gestiscono il risparmio privato, nonché i fondi pensione <sup>(40)</sup>.

## 1.6. *Un passo fondamentale nella scala della crescita*

Per altro verso, è una necessità molto sentita nel settore del *venture capital* la possibilità di effettuare l'uscita dall'investimento tramite la quotazione che, accanto alla vendita, costituisce una delle vie per liquidare l'investimento.

Una recente ricerca mostra che, a partire dal 1979, quasi la metà delle società poi approdate sul mercato dei capitali statunitense era stata precedentemente oggetto di finanziamento da parte di *venture capital* <sup>(41)</sup>. La difficoltà nel perseguire tale opzione determina, quindi, degli effetti negativi sul mercato a valle, ossia quello del *venture capital*, che non trova una strada di sbocco per le imprese che hanno raggiunto un grado di maturità tale da necessitare dei capitali reperibili tramite la quotazione.

## 2. *Le problematiche legate allo sviluppo dei mercati dedicati alle PMI*

### 2.1. *Numero limitato di nuovi emittenti*

Uno dei fattori che hanno determinato il declino dei mercati finanziari è la costante riduzione delle società che scelgono la quotazione per finanziare la crescita (problema dal lato dell'offerta). Molte PMI non prendono nemmeno in considerazione l'IPO, tenuto conto dei costi e dei vincoli normativi legati all'accesso al mercato, che sono percepiti come superiori ai benefici. Inoltre, anche la mancanza di cultura aziendale e la scarsa conoscenza di fonti alternative di finanziamento limitano il numero di imprese che decidono di quotarsi <sup>(42)</sup>.

Il nostro Paese ne è, purtroppo, un chiaro esempio se si considera l'esiguo numero di imprese quotate. In Italia, il numero di società quotate sul mercato regolamentato è rimasto pressoché stabile per tutti gli anni 2000 (290-300); in Spagna, nello stesso periodo (2000-2014), il numero di società quotate è passato da 1.720 a 3.419; il Regno Unito registra 1.858 società quotate nel 2014, Francia e Germania rispettivamente 495 e 595 <sup>(43)</sup>.

---

<sup>(40)</sup> *Ibidem*.

<sup>(41)</sup> I.A. Strebulaev e W. Gornall, *How Much Does Venture Capital Drive the U.S. Economy?* 2015, <https://www.gsb.stanford.edu/insights/how-much-does-venture-capital-drive-us-economy>.

<sup>(42)</sup> Commissione Europea, *Inception impact assessment, Building a proportionate regulatory environment to support SME listing*, maggio 2018, [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-6181849\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-6181849_en), p. 1 ss..

<sup>(43)</sup> L. Giordano e M. Modena, cit., pp. 5 e 6. Anche negli Stati Uniti di America le IPO hanno segnato un arretramento rispetto al passato, in tema v. T. Gellach, cit., p. 9, il quale rileva la stretta connessione tra crisi finanziarie e numero di operazioni: «*One thing is also very clear from the IPO data: financial crisis and scandal are terrible for IPOs. For example, the number of IPOs dropped precipitously in*

Tuttavia, occorre segnalare un netto miglioramento negli ultimi anni, grazie soprattutto alla quotazione di numerose PMI su AIM Italia (e alle diverse *business combination* tramite SPAC poi approdate sul listino principale). Al 31 luglio 2018 le società quotate sui mercati gestiti da Borsa Italiana S.p.A. erano 433 (di cui 109 su AIM Italia e 235 su MTA) <sup>(44)</sup>.

Nel 2017 la capitalizzazione delle società di diritto italiano con azioni ammesse alle negoziazioni su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione italiani è aumentata del 20,3% e il rapporto fra capitalizzazione e PIL è passato dal 29,0% a fine 2016 al 34,4% a fine 2017 <sup>(45)</sup>.

## 2.2. *Ecosistemi locali*

Gli ecosistemi locali (ossia la rete di operatori domestici specializzati in reperimento di risorse finanziarie per le PMI), che sono in grado di supportare le imprese nella fase di IPO, debbono essere messi nella condizione di potersi sviluppare in maniera adeguata anche tenuto conto della sempre maggiore pressione legata alla concorrenza con operatori di maggiori dimensioni.

Tali ecosistemi sono costituiti da banche di investimento, intermediari specializzati in PMI, analisti, collocatori, *market maker*, consulenti legali, *advisor* finanziari, società di revisione, commercialisti e altri professionisti che forniscono servizi specificamente rivolti alle PMI, i quali oltre a supportare la società e gli investitori nel processo di quotazione debbono svolgere il ruolo di *gatekeeper* nei confronti del mercato, rafforzando la trasparenza e la fiducia.

L'ecosistema deve essere costruito in maniera tale da evitare o limitare eventuali scandali finanziari che possono compromettere (anche definitivamente) la reputazione del mercato e la fiducia che ripongono nello stesso gli investitori, come già avvenuto in Germania con il Neuer Markt o in Spagna per il MAB a seguito dei collassi nel 2015 di Carbuces e Gowex <sup>(46)</sup>, il quale ha perso slancio e attrattività con solo 3 quotazioni nel 2017.

Recenti interventi normativi e i progressi tecnologici hanno provocato una concentrazione del *trading* sulle *large cap*, portando così a un calo della liquidità delle azioni delle PMI. Si pensi alle disposizioni introdotte da MiFID 2 in tema di

---

*the wake of the bursting of the tech stock bubble and the widespread accounting scandals that followed. We had just 79 IPOs in 2001, 66 in 2002, and 63 in 2003.18 Those dismal IPO numbers were long before the passage of Sarbanes-Oxley Act's provision requiring auditing of internal controls or the Dodd-Frank Act's requirement to disclose CEO pay ratios. In fact, after the passage of the Sarbanes-Oxley Act, the number of IPOs rebounded to about 162 per year for the next four years. But guess what happened in 2008 and 2009, as the world was gripped in the financial crisis? Just 21 IPOs occurred in 2008, and only 41 occurred in 2009»;* e Jay R. Ritter, *Initial Public Offerings: Updated Statistics*, gennaio 2018, in [https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2018/01/IPOs2017Statistics\\_January17\\_2018.pdf](https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2018/01/IPOs2017Statistics_January17_2018.pdf).

<sup>(44)</sup> Borsa Italiana, *Monthly Update*, luglio 2018, in <https://www.borsaitaliana.it>. Oltreoceano il numero di società quotate è sceso da 7.500 nel 1990 e 4.000 nel 2016, v. T. Gellasch, cit., p. 10.

<sup>(45)</sup> CONSOB, *Bollettino statistico*, n. 12, giugno 2018, in <http://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino-statistico>.

<sup>(46)</sup> A. Gurrea Martínez, *Alternative Investment Markets under Criticism: Reasons to be Worried? Lessons from Gowex*, in *Journal of Financial Regulation*, 2015, 1, p. 164–168.

*unbundling* delle ricerche <sup>(47)</sup> e alla cd. *tick size rule* <sup>(48)</sup>, che sono attualmente sotto monitoraggio da parte dell'ESMA e delle autorità di alcuni Stati membri al fine di verificare il loro impatto sulle liquidità delle azioni delle PMI. La scarsa liquidità scoraggia a sua volta gli investimenti in PMI e riduce le commissioni di intermediazione dei *broker* specializzati nelle PMI. Una ulteriore conseguenza di ciò è l'aumento dei costi delle IPO per le PMI, poiché queste sono costrette a fare affidamento sui servizi di intermediari di maggiore dimensioni i cui costi sono superiori a quelli specializzati in tema di PMI <sup>(49)</sup>.

### 2.3. Numero limitato di investitori

Un ulteriore fattore che incide sullo sviluppo del mercato dei capitali delle PMI è la presenza di un numero adeguato di di investitori dedicati (problema dal lato della domanda). Le famiglie europee e gli investitori istituzionali hanno ingenti risorse che potrebbero essere investite, ma purtroppo un flusso molto basso viene effettivamente convogliato nelle PMI quotate.

Gli investitori *retail* in Europa detengono risparmi bancari considerevoli, ma rispetto al passato sono coinvolti in maniera meno diretta nei mercati dei capitali. La quota di azioni detenute direttamente dalle famiglie europee è scesa dal 28%

<sup>(47)</sup> Un tema al centro del dibattito sia in Europa sia oltreoceano riguarda la produzione e distribuzione di ricerche concernenti le PMI quotate, elemento informativo essenziale per suscitare l'interesse e l'appetito degli investitori rispetto alle stesse PMI, con effetti positivi in termini di visibilità, liquidità e formazione dei prezzi. Una diminuzione delle ricerche sulle PMI (ma anche su scala generale) ne riduce la visibilità e l'attrattiva nei confronti degli investitori, soprattutto istituzionali. La ricerca è di particolare importanza nel caso di PMI per le quali l'informazione è scarsa e più difficile da valutare e anche in quanto contribuisce ad abbassare potenzialmente il costo del capitale (poiché contengono stime del valore aziendale nel lungo termine). (OECD, cit., p. 18). Con MiFID 2 è stata introdotta una specifica disciplina al fine di slegare i costi delle ricerche dai costi commissionali, che ora debbono essere corrisposti come voce specifica e sostenuti dall'intermediario o dal cliente. L'intento della nuova disciplina è quello di rimuovere un incentivo distortivo per il mercato che potrebbe svantaggiare i fornitori di ricerche di minore dimensione e indipendenti, i quali sono anche i principali fornitori di ricerche dedicate alle PMI. In altri termini, così facendo gli intermediari sono in grado di acquistare le ricerche e pagarle separatamente rispetto alle commissioni di *execution*, con effetti positivi sul mercato che dovrebbe beneficiare della competizione tra operatori. (Sul punto v. T. Gellasch, *Hearing on Legislative Proposals to Help Fuel Capital and Growth on Main Street*, 23 maggio 2018, in <https://financialservices.house.gov/uploadedfiles/hhrg-115-ba16-wstate-tgellasch-20180523.pdf>). La questione è aperta e oggetto di discussione nell'ambito delle valutazioni dell'impatto delle norme MiFID 2, tenuto conto che la ricerca sulle PMI potrebbe essere stata sovvenzionata nel tempo dalle attività di ricerca sulle società a maggiore capitalizzazione (ESMA, *Securities and Markets Stakeholder Group*, cit., p. 17) e, quindi, potrebbe anche ridursi, almeno nel breve termine. Una iniziativa lodevole in tal senso è quella intrapresa da Euronext (tramite Enternext), che ha avviato un rapporto di collaborazione con Morningstar concentrato sulle PMI (Tech e familiari) con lo scopo di aumentare la visibilità a livello panEuropeo e ampliare il bacino di potenziali investitori (<https://www.enternext.biz/fr/enternext/analyse-financiere/rapports-morningstar>).

<sup>(48)</sup> Sul punto si rinvia alla recente indagine svolta in Francia (AMF, *MiFID II: Impact of the New Tick Size Regime*, 27 marzo 2018, in [https://www.amf-france.org/en\\_US/Publications/Letres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2F4ee6cbf6-c425-4537-ab74-ef249b9d316d](https://www.amf-france.org/en_US/Publications/Letres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2F4ee6cbf6-c425-4537-ab74-ef249b9d316d)) in cui sono parzialmente smorzati i timori circa una riduzione della liquidità sugli delle PMI per effetto delle nuove regole previste da MiFID 2, dalla quale risulta che la nuova disciplina ha determinato: «*a sharp increase in depth and a significant reduction in the number of messages sent to the market, at the cost, however, of a widening of the spread for the most liquid securities. The outcome for market participants is a slight additional cost that is offset by the benefits of noise reduction and the increase in the quantity available at the best limits. (...) For small caps, implementing appropriate tick sizes (compared to the constant €0.01 tick previously applicable on these stocks) resulted in a more dynamic order book and, above all, a sharp increase in traded volumes*».

<sup>(49)</sup> Commissione Europea, *Inception impact assessment*, cit., p. 2.

del 1975 al 10-11% del 2007 e la percentuale di investitori *retail* rispetto all'intero azionariato è meno della metà degli anni Settanta del secolo scorso <sup>(50)</sup>. L'avversione al rischio ma anche idee preconcepite sui rendimenti a lungo termine dei mercati azionari sono forse i principali fattori negativi che hanno allontanato il *retail* dal mercato azionario, e, in particolare, dalle PMI considerata la maggiore difficoltà ad accedere a tali investimenti e la tassazione spesso dissuasiva. Per contro, gli investimenti *retail* dovrebbero essere (in parte) incanalati verso l'economia reale per stabilire legami duraturi affinché la creazione di valore legata alla crescita delle PMI possa essere condivisa anche con tali investitori.

Le famiglie nell'Unione Europea nel 2015 detenevano oltre 33 trilioni di Euro di attività finanziarie <sup>(51)</sup>. La porzione investita in *equity* ha registrato un aumento tra il 2004 e il 2007, quando ha raggiunto il suo picco al 21%, per poi scendere nel 2008 al 19% e attestarsi negli anni successivi attorno al 15% <sup>(52)</sup>.

La percentuale investita in fondi di investimento ha registrato una tendenza al ribasso, passando dal 9% nel 2004 al 7% nel 2015. Un andamento analogo si osserva per i titoli di debito, con una quota che scende dal 7% nel 2004 al 3% nel 2015 <sup>(53)</sup>.

In Italia, ad esempio, il patrimonio da investire da parte delle forme pensionistiche complementari risulta pari a 128,2 miliardi al 31 dicembre 2017 di cui solo l'1,1% è investito in titoli azionari di imprese italiane, per un ammontare pari a 1,4 miliardi di euro (1,1 nel 2016) <sup>(54)</sup>.

Questa penuria di domanda riduce gli incentivi per le PMI a quotarsi, con conseguente indebolimento degli ecosistemi dedicati alle PMI che perdono di redditività <sup>(55)</sup>.

#### 2.4. *I costi di quotazione*

Molte PMI ritengono che i costi iniziali (e successivi) di quotazione siano superiori ai benefici. Una riduzione dei costi di accesso consentirebbe a un maggior numero di imprese di raccogliere capitali sui mercati.

Una recente relazione <sup>(56)</sup> ha così stimato i costi di quotazione: (i) dal 10 al

---

<sup>(50)</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali, 30 settembre, 2015, p. 20, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=EN>.

<sup>(51)</sup> AFME, *The Shortage of Risk Capital of Europe's High Growth Businesses*, 2017, p. 5. Tre milioni di cittadini dell'Unione Europea detengono beni non immobiliari per somme superiori a 1 milione di Euro.

<sup>(52)</sup> Eurostat, [http://ec.europa.eu/Eurostat/statistics-explained/index.php/National\\_accounts\\_and\\_GDP](http://ec.europa.eu/Eurostat/statistics-explained/index.php/National_accounts_and_GDP)

<sup>(53)</sup> Eurostat, cit..

<sup>(54)</sup> COVIP, *Relazione per l'anno 2017*, p. 38 ss., in <https://www.covip.it/wp-content/uploads/Relazione-Annuale-2017.pdf>. A prima vista nel primo anno di applicazione sembrano aver avuto uno scarso impatto gli incentivi introdotti per le casse di previdenza private e i fondi pensione (v. commi da 88 a 99 dell'art. 1 della Legge di Bilancio 2017, n. 232/2016) e finalizzati a canalizzare il risparmio verso l'economia reale quantomeno per quel che concerne le forme complementari.

<sup>(55)</sup> Commissione Europea, *Inception impact assessment*, cit., p. 2.

<sup>(56)</sup> European IPO Task Force, *Rebuilding IPOs in Europe - Creating jobs and growth in European capital*

15% dei proventi in caso di un'offerta inferiore a 6 milioni di Euro; (ii) dal 6 al 10% per le offerte inferiori a 50 milioni di Euro; (iii) dal 5 all'8% per le offerte comprese tra 50 e 100 milioni di Euro; e tra il 3 e il 5% per le offerte superiori a 100 milioni di Euro.

Quanto al mercato domestico, una analisi riferita a un campione di recenti IPO indica un costo compreso tra 0,6 milioni e 8 milioni di euro per le spese organizzative e di documentazione e un costo che varia fra l'1,8% e il 4,5% del controvalore dell'offerta da riconoscere agli intermediari per i servizi di collocamento <sup>(57)</sup>.

Considerato che i costi legati al servizio di collocamento, in tutte le dimensioni delle quotazioni (da piccole a grandi), rappresentano in ogni caso la parte più che preponderante - tra il 71% e il 79% dei costi medi totali secondo una analisi del mercato statunitense - vi sono forti dubbi che la deregolamentazione delle condizioni di accesso possa ridurre significativamente (o anche moderatamente) i costi di quotazione <sup>(58)</sup>.

Tuttavia, una riduzione delle spese organizzative e di documentazione che concernono, principalmente, la redazione del prospetto informativo <sup>(59)</sup> è possibile e l'Unione Europea si sta muovendo in tale senso soprattutto per quel che concerne le offerte promosse da società quotate sui Mercati di crescita per le PMI e le operazioni sul mercato secondario <sup>(60)</sup>.

In Italia oltre al prospetto informativo è necessaria la redazione di un piano industriale secondo le indicazioni della società di gestione del mercato <sup>(61)</sup>, nonché del memorandum sul sistema di controllo di gestione <sup>(62)</sup>. A tal proposito, andrebbe valutata una semplificazione della documentazione da produrre nell'ambito del procedimento innanzi alla società di gestione del mercato qualora questa non fosse in linea con le previsioni dei principali mercati dell'Unione Europea.

### 3. *Il panorama italiano*

- 
- markets*, 2015, p. 30, in <http://www.fese.eu>.
- <sup>(57)</sup> L. Giordano e M. Modena, cit., p. 54 e 55. In merito ai costi di collocamento negli Stati Uniti d'America R. J. Jackson, Jr., *The Middle-Market IPO Tax, Remarks Before the Greater Cleveland Middle Market Forum*, 25 aprile 2018, in <https://www.sec.gov/news/speech/jackson-middle-market-ipo-tax>, il quale rileva che da decenni le *fee* di collocamento per le PMI negli Stati Uniti d'America sono sempre pari al 7%.
- <sup>(58)</sup> J. C. Coffee, *Hearings "Legislative Proposals to Help Fuel Capital and Growth On Main Street" or "The Irrepressible Myth That SEC Overregulation Has Chilled IPOs"*, 23 maggio 2018, p. 8. ss, in <https://financialservices.house.gov/uploadedfiles/hhrg-115-ba16-wstate-jcoffee-20180523.pdf>, il quale rileva che: «*Nothing else comes close to the underwriters' discount, with legal and audit costs coming second and third. Legal fees range between 10% to 13% of the total costs. The actual SEC registration and filing costs are trivial and in the 1 to 2% range. Although these proposals might reduce legal and auditing costs somewhat, the reduction would be modest to an already minor cost.*».
- <sup>(59)</sup> Regolamento (CE) n. 809/2004 della Commissione del 29 aprile.
- <sup>(60)</sup> V. *infra* § 4.1.
- <sup>(61)</sup> Articolo 2.3.4, Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. e Sezione IA.1.1., 3.00, Istruzioni al regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., in <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/istruzioni/istruzioni.htm>.
- <sup>(62)</sup> Articolo 2.2.1, Regolamento dei Mercati, cit..

Oramai è possibile affermare che, a 10 anni dal suo lancio, AIM Italia è divenuto un mercato di interesse per le PMI italiane in crescita e i risultati degli ultimi anni sembrano dimostrare una costante crescita dello stesso con un numero di imprese che si presenta sul mercato sempre più numeroso. Pare possibile affermare che, da un lato, sia stato raggiunto un buon livello di educazione aziendale, grazie agli sforzi comuni compiuti dai partecipanti al mercato, che ha determinato la rottura del diaframma che si frapponeva tra Borsa e PMI, che ha sempre contraddistinto il nostro Paese; dall'altro, si è formato un robusto ecosistema di operatori specializzati in PMI, che sono in grado di assistere con competenza e serietà le imprese che intendono intraprendere il percorso della quotazione <sup>(63)</sup>.

Gli appelli ad agevolare la formazione di un mercato dei capitali tramite incentivi da parte del legislatore non sono passati inascoltati e negli ultimi anni sono stati assunti molteplici provvedimenti per avvicinare le società alla quotazione. Possiamo tranquillamente affermare che il quadro legislativo per le PMI è d'eccellenza all'interno dell'Unione Europea.

### 3.1. *Incentivi alla crescita*

Per spingere, da un lato, le imprese (lato dell'offerta), e dall'altro lato, il risparmio (lato della domanda) verso la crescita sono stati introdotti diversi incentivi fiscali, al fine di ridurre lo svantaggio tra PMI e grandi imprese nella raccolta del capitale (cd. *equity gap*) legato al ridotto *set* informativo presente sul mercato, alla ridotta liquidità dei titoli, oltreché al maggior impatto dei costi di quotazione.

La riduzione dell'*equity gap* tra PMI e grandi imprese può scatenare effetti positivi sul mercato primario e secondario con un miglioramento della liquidità, una riduzione del costo del capitale, una maggiore facilità nella raccolta di fondi oltreché compensare il maggior rischio per gli investitori che investono in PMI.

### 3.2. *Incentivi fiscali alle imprese*

Quanto alle imprese, è stato introdotto un credito di imposta <sup>(64)</sup> per le PMI <sup>(65)</sup> fino a un importo massimo di 500.000 Euro, entro il 50% dei costi di consulenza <sup>(66)</sup> finalizzati all'ammissione alla quotazione in un mercato

---

<sup>(63)</sup> I Nomad, ossia il soggetto che assicura a Borsa Italiana l'appropriatezza dell'emittente rispetto alla quotazione, attivi su AIM Italia sono circa 20. Gli investitori istituzionali censiti sono 102 di cui il 76% esteri (IRTop, cit.). Accanto a questi troviamo un buon numero di legali, revisori, *advisor* finanziari, società di comunicazione, *market maker*, collocatori *on line*, che operano abitualmente accanto alle società nella fase di quotazione e successivamente alla stessa.

<sup>(64)</sup> Artt. 89-92, L. 27 dicembre 2017, n. 205 (Legge di Bilancio 2018); D.M. 23 aprile 2018.

<sup>(65)</sup> Qui intese come le imprese con meno di 250 dipendenti e con un fatturato annuo inferiore a 50 milioni di Euro oppure con un totale di bilancio annuo inferiore a 43 milioni di Euro (v. Raccomandazione Europea 2003/361/CE).

<sup>(66)</sup> Sono ammissibili al credito d'imposta i costi relativi alle seguenti attività di consulenza, prestate: a) attività sostenute in vista dell'inizio del processo di quotazione e ad esso finalizzate, quali, tra gli altri, l'implementazione e l'adeguamento del sistema di controllo di gestione, l'assistenza dell'impresa nella redazione del piano industriale, il supporto all'impresa in tutte le fasi del percorso funzionale alla quotazione nel mercato di riferimento; b) attività fornite durante la fase di ammissione alla quotazione e finalizzate ad attestare l'idoneità della società all'ammissione medesima e alla successiva permanenza

regolamentato o in sistemi multilaterali di negoziazione di uno Stato membro dell'Unione europea o dello Spazio economico europeo. I costi agevolabili devono essere sostenuti successivamente al 1° gennaio 2018 ed entro la data del 31 dicembre 2020. Il decreto ministeriale MISE del 23 aprile 2018, definisce le modalità e i criteri per il riconoscimento di tale credito. Si tratta, evidentemente, di un incentivo di grande rilievo per alleviare i costi di quotazione delle PMI.

### 3.3. *Incentivi fiscali per gli investitori*

Quanto al lato degli investitori persone fisiche la legge di Bilancio 2017 <sup>(67)</sup>, prevede un regime di non imponibilità dei redditi di capitale e diversi di natura finanziaria derivanti da investimenti tramite i piani individuali di risparmio a lungo termine (“PIR”), nonché un regime di non imponibilità ai fini dell'imposta di successione.

*Come affermato nella relazione illustrativa alla predetta legge, «l'intervento normativo nasce dall'esigenza di prevedere un significativo incentivo fiscale finalizzato a canalizzare il risparmio delle famiglie verso gli investimenti produttivi in modo stabile e duraturo, facilitando la crescita del sistema imprenditoriale italiano. L'obiettivo della normativa in esame è, in particolare, quello di indirizzare il risparmio delle famiglie, attualmente concentrato sulla liquidità, verso gli strumenti finanziari di imprese industriali e commerciali italiane ed europee radicate sul territorio italiano per le quali maggiore è il fabbisogno di risorse finanziarie e insufficiente è l'approvvigionamento mediante il canale bancario».*

L'oggetto dell'investimento dei PIR è rappresentato da “strumenti finanziari” emessi da imprese residenti in Italia o nell'Unione europea o nello Spazio Economico Europeo, purché aventi una stabile organizzazione in Italia. Per consentire ai destinatari delle somme investite di poter contare su risorse di lungo termine è richiesto il mantenimento dell'investimento per un periodo di tempo minimo pari a cinque anni (cd. *holding period*). L'importo investito non può superare complessivamente il valore di 150.000 euro, con un limite, per ciascun anno solare, di 30.000 euro.

---

sul mercato; c) attività necessarie per collocare presso gli investitori le azioni oggetto di quotazione; d) attività finalizzate a supportare la società emittente nella revisione delle informazioni finanziarie storiche o prospettiche e nella conseguente preparazione di un report, ivi incluse quelle relative allo svolgimento della *due diligence finanziaria*; e) attività di assistenza della società emittente nella redazione del documento di ammissione e del prospetto o dei documenti utilizzati per il collocamento presso investitori qualificati o per la produzione di ricerche così come definite nell'articolo 3, comma 1, numeri 34 e 35 del regolamento (UE) n. 596/2014; f) attività riguardanti le questioni legali, fiscali e contrattualistiche strettamente inerenti alla procedura di quotazione quali, tra gli altri, le attività relative alla definizione dell'offerta, la disamina del prospetto informativo o documento di ammissione o dei documenti utilizzati per il collocamento presso investitori qualificati, la *due diligence* legale o fiscale e gli aspetti legati al governo dell'impresa; g) attività di comunicazione necessarie a offrire la massima visibilità della Società, a divulgare l'*investment case*, tramite interviste, comunicati stampa, eventi e presentazioni alla comunità finanziaria.

(67) Art. 1, commi da 100 a 114, L. 11 dicembre 2016, n. 232 (legge di bilancio per il 2017), successivamente modificato dall'articolo 57, comma 2, lettere da d) ad f), del D.L. 24 aprile 2017, n. 50 (convertito con L. 21 giugno 2017, n. 96) nonché dall'articolo 1, comma 80 della L. 27 dicembre 2017, n. 205 (legge di bilancio per il 2018).

I PIR hanno riscosso un successo immediato e forse inaspettato con una raccolta a fine giugno 2018 pari a circa 13,5 miliardi di Euro, con riverberi positivi sia sul mercato primario sia sul mercato secondario, nonché sulla liquidità dei titoli <sup>(68)</sup>. La raccolta nel 2017 su AIM Italia è stata pari a 1,3 miliardi (208 milioni nel 2016).

Sempre su AIM Italia da inizio 2017 al 15 giugno 2018 il 55% delle società registrato una performance positiva pari in media al 77%, la liquidità ha rilevato una significativa crescita del controvalore medio giornaliero (nel 2017 5,1 volte superiore al 2016) e del controvalore totale (+19% primo semestre 2018 rispetto a primo semestre 2017) <sup>(69)</sup>.

Accanto ai PIR sono stati introdotti ulteriori incentivi fiscali <sup>(70)</sup> a favore degli enti di previdenza obbligatoria <sup>(71)</sup> e degli enti di previdenza complementare <sup>(72)</sup>, che possono effettuare investimenti, nei limiti del 5% dell'attivo patrimoniale, in *equity* di imprese residenti in Italia, nell'Unione Europea o nello Spazio Economico Europeo con stabile organizzazione in Italia; o azioni o quote di OICR residenti in Italia italiani, nell'Unione Europea o nello Spazio Economico Europeo, che investono prevalentemente negli strumenti finanziari delle suddette imprese.

L'incentivo prevede che i proventi finanziari realizzati su investimenti qualificati (diversi da quelli derivanti da partecipazioni rilevanti) sono esenti da imposta a condizione che siano detenuti per almeno cinque anni.. Come già rilevato poco sopra, nel 2017 vi è stato un effetto è stato minimo, considerato che gli investimenti in titoli azionari italiani delle forme previdenziali complementari in tale anno è aumentato di soli 300 milioni di Euro (da 1,1 miliardi a 1,4 miliardi) <sup>(73)</sup>

Vanno anche segnalati gli incentivi fiscali relativi agli investimenti in società quotate, le quali siano allo stesso tempo PMI Innovative <sup>(74)</sup>, che, a seconda della natura giuridica dell'investitore, danno diritto, a partire dal 2017, a una detrazione Irpef o a una deduzione dall'imponibile Ires, pari al 30%. L'investimento massimo agevolabile ammonta a 1 milione di Euro per gli investimenti effettuati da persone fisiche e a 1,8 milioni di Euro se provenienti da persone giuridiche. L'incentivo si applica sia a investimenti diretti nel capitale di rischio delle imprese sia a investimenti indiretti per il tramite di OICR, società di

---

<sup>(68)</sup> IrTop, cit., p. 5: «in termini di liquidità su AIM Italia, dopo l'introduzione dei PIR (Piani Individuali di Risparmio), si evidenzia una significativa crescita del controvalore medio giornaliero (CMG) scambiato, che passa da una media giornaliera di Euro 24 mila per il 2016 a un valore medio di Euro 120 mila per l'intero 2017 (+407%, 5,1 volte vs 2016), a Euro139 mila nel solo mese di giugno 2018. Dal 1° gennaio al 15 giugno 2018 il CMG si attesta a Euro 90 mila. Il Controvalore Totale (CT) scambiato si attesta nel 2017 a circa Euro 2 miliardi, pari a 6,7 volte il valore del 2016 (Euro 295 milioni), segnando una crescita del +573%. Nel semestre 2018 il CT si attesta a Euro 895 milioni (+19% rispetto a Euro 753 milioni nel semestre 2017)».

<sup>(69)</sup> *Ibidem*.

<sup>(70)</sup> Art. 1, commi 88-99, L. 232/2016.

<sup>(71)</sup> D. Lgs. 30 giugno 1994, n. 509 e D. Lgs. 10 febbraio 1996 n. 103 (comma 88).

<sup>(72)</sup> D. Lgs. 5 dicembre 2005, n. 252 (comma 92).

<sup>(73)</sup> V. nota 35.

<sup>(74)</sup> L. 11 dicembre 2016, n. 232 (Legge di Bilancio 2017).

gestione del risparmio e altre società che investono prevalentemente in startup e PMI innovative <sup>(75)</sup>.

#### 4. Quali ulteriori azioni?

##### 4.1. A livello dell'Unione Europea

Il diritto dei mercati finanziari dipende in larga misura dall'Unione Europea, che negli ultimi anni, forse anche più vigorosamente che in passato, nell'ambito della *Capital Market Union*, ha varato dal 2014 numerosi provvedimenti per uniformare il quadro normativo. Senza soffermarci in questa sede sui molteplici interventi dell'Unione Europea passiamo in rapida rassegna i punti di maggiore attenzione rispetto alle PMI.

Le direttrici degli interventi di micro regolamentazione sono essenzialmente tre e riguardano la revisione del Regolamento (UE) n. 596/2014 (cd. *Market Abuse Regulation* "MAR"), del Regolamento (UE) 2017/1129 ("Regolamento Prospetto") <sup>(76)</sup> e della MiFID 2, entrata in vigore il 1° gennaio 2018.

Quanto alla MAR, la proposta della Commissione del 24 maggio 2018 <sup>(77)</sup> prevede l'esenzione dalla procedura *market sounding* per i collocamenti privati di obbligazioni presso investitori qualificati (a condizione che sia stipulato un accordo di riservatezza); la possibilità di stipulare contratti di liquidità con intermediari anche in assenza di una prassi di mercato ammessa nello Stato membro; semplificazioni in tema di ritardo, che dovrà essere notificato, ma le cui ragioni dovranno essere fornite solo a richiesta <sup>(78)</sup>; registro *insider* limitato ai cd. *insider* permanenti; allungamento dei termini per la notifica delle operazioni da parte dei soggetti apicali.

Per quel che concerne la MiFID 2, le proposte concernono la definizione di emittente non-*equity* per incentivare gli MTF specializzati in obbligazioni (od obbligazioni ed *equity*) ad assumere la qualifica di Mercato di crescita per le PMI; l'attribuzione alla società di gestione del mercato della facoltà di imporre o meno la redazione della relazione finanziaria semestrale rispetto agli emittenti non-*equity* (mantenendo invariato tale obbligo per gli emittenti azioni); l'obbligo per i Mercati di crescita per le PMI di imporre un flottante minimo per gli emittenti

---

<sup>(75)</sup> Al momento non è stato ancora emanato il decreto interministeriale di attuazione. A fine 2016 la Direzione Generale per la Politica Industriale, la Competitività e le PMI del Ministero dello Sviluppo Economico ha avviato il processo di notifica alla Commissione Europea per la verifica sulla conformità rispetto alla disciplina comunitaria degli aiuti di Stato al capitale di rischio. L'interlocuzione con la Commissione Europea è attualmente in corso. Si auspica che a breve possa essere emanato il predetto decreto interministeriale.

<sup>(76)</sup> Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017.

<sup>(77)</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=COM%3A2018%3A331%3AFIN>.

<sup>(78)</sup> Lo Schema di decreto legislativo recante norme di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014, relativo agli abusi di mercato e che abroga la direttiva 2003/6/CE e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione approvato dal Senato in data 1° agosto 2018, prevede l'obbligo di notifica del ritardo senza indicazione delle ragioni per cui è stato attivato, che dovranno essere comunicate a CONSOB solo in caso di richiesta da parte della stessa. In data 8 agosto il Consiglio dei Ministri ha approvato del testo del decreto legislativo in tema, che è in corso di pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale della Repubblica.

in fase di ammissione alle negoziazioni <sup>(79)</sup>.

Sempre nella proposta appena citata è previsto un regime semplificato per l'ammissione a un mercato regolamentato a condizione le azioni dell'emittente siano ammesse alla negoziazione su un Mercato di crescita per le PMI da almeno tre anni <sup>(80)</sup>. Sul punto, vale notare che alcuni recenti passaggi al mercato MTA di emittenti quotati su AIM Italia (Mercato di crescita per le PMI), in cui non è stata svolta alcuna offerta, hanno superato, quanto alle sole spese organizzative e di documentazione, l'importo di Euro 1 milione <sup>(81)</sup>.

Per quanto concerne i prospetti informativi vale la pena svolgere una breve riflessione sugli obiettivi perseguiti nell'ambito della *Capital Market Union* e sulle modalità identificate in sede di Unione Europea per conseguirli.

Come noto, il Regolamento Prospetto, che avrà piena efficacia il 21 luglio 2019, ha la finalità di perseguire due obiettivi: (i) riduzione degli oneri amministrativi per la redazione del prospetto per tutti gli emittenti e, in particolare per le PMI, gli emittenti frequenti e per le emissioni sul mercato secondario; e (ii) rendere il prospetto uno strumento informativo più efficace per i potenziali investitori, in particolare, nelle PMI <sup>(82)</sup>.

Per raggiungere il primo obiettivo il Regolamento Prospetto prevede un regime semplificato e facoltativo, che offre la possibilità di redigere un prospetto relativamente conciso e quindi meno costoso, per le PMI quotate sugli SME Growth Market (e, non quindi per le PMI quotate su un mercato regolamentato). Inoltre, anche per le offerte sul mercato secondario gli emittenti quotati su un mercato regolamentato o su un Mercato di crescita per le PMI potranno optare per un prospetto semplificato. <sup>(83)</sup>

Sul secondo obiettivo la normativa è intervenuta al fine di rendere il prospetto informativo più conciso, usufruibile e intellegibile. Allo stato attuale, i prospetti sono eccessivamente lunghi e complessi, così come la nota di sintesi che spesso risulta di difficile comprensione per la maggior parte degli investitori. I prospetti di norma contengono centinaia di pagine e sono il frutto di un costoso e impegnativo processo con diversi consulenti coinvolti e un dispendio notevole di tempo ed energie da parte della struttura organizzativa della società, in particolare

---

<sup>(79)</sup> AIM Italia prevede un flottante minimo del 10%, in particolare, l'art. 6 del Regolamento Emittenti AIM Italia recita: «Ai fini di un ordinato svolgimento delle negoziazioni e di una corretta formazione dei prezzi è necessaria l'esistenza di un flottante minimo. Tale condizione si presume realizzata quando le azioni sono ripartite presso gli investitori – non parti correlate né dipendenti della società o del gruppo - per almeno il 10% del capitale rappresentato dalla categoria di appartenenza per effetto di un collocamento da effettuarsi per il tramite del proprio Nominated Adviser e/o di un altro Nominated Adviser iscritto nel registro».

<sup>(80)</sup> Sono stati così accolti gli incoraggiamenti provenienti da più parti, v. ESMA, *Securities and Markets Stakeholder Group, Report, Access to public capital markets for SMEs*, 2017, p. 18, in <https://www.esma.europa.eu>.

<sup>(81)</sup> V. Giglio Group S.p.A. (2018) e Triboo S.p.A. (2018).

<sup>(82)</sup> D. Busch, *A Capital Markets Union for a Divided Europe*, *Journal of Financial Regulation*, 2017, 3, p. 272 ss., in <https://academic.oup.com/jfr/article/3/2/262/3897098>. Attualmente i prospetti approvati dalle Autorità degli Stati Membri è per circa il 70% riferibile a emissioni sul mercato secondario.

<sup>(83)</sup> *Ibidem*.

per le PMI. D'altra parte, il prospetto informativo per gli investitori *retail*, a cui è destinato, può risultare complesso ed eccessivamente dettagliato e spesso le informazioni cruciali sono difficilmente individuabili <sup>(84)</sup>.

Per fare un esempio, il prospetto informativo redatto da Guala Closures S.p.A. (2018) in relazione alla sola quotazione delle azioni su MTA conta ben 767 pagine <sup>(85)</sup>, mentre il solo documento di registrazione di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. (2017) ha una lunghezza di 750 pagine. Tutto ciò crea degli evidenti costi aggiuntivi per gli emittenti, senza alcun vantaggio per gli investitori, i quali, per converso, si trovano disorientati dinnanzi a tale mole di informazioni. La nuova regolamentazione dovrebbe porre un argine a tale situazione con un prospetto più agile e in cui le informazioni chiave sono facilmente reperibili. La lunghezza della nota di sintesi non potrà, ad esempio, essere superiore a sette pagine <sup>(86)</sup>.

Un altro aspetto su cui si è incentrata l'attenzione del legislatore riguarda i fattori di rischio, che hanno assunto una dimensione tale per cui diventa difficile per gli investitori identificare quali siano effettivamente tali. Nel caso sopra citato del documento di registrazione di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., i fattori di rischio occupano oltre 150 pagine (e ulteriori 11 pagine di avvertenze).

Tale prassi si è progressivamente affermata nel tempo in quanto il prospetto informativo viene oramai considerato un documento volto a proteggere la società e i suoi amministratori (e da ultimo l'autorità di vigilanza) da possibili controversie più che a informare gli investitori, con evidente pregiudizio per questi ultimi <sup>(87)</sup>.

Secondo le nuove regole, nel prospetto informativo potranno essere inclusi un numero limitato di fattori di rischio effettivamente materiali e specifici rispetto all'emittente e agli strumenti finanziari offerti, da valutarsi sulla base dell'effettiva probabilità del loro verificarsi e dell'ampiezza attesa del loro impatto negativo. L'ESMA ha avviato il 13 luglio 2018 una consultazione circa la definizione delle linee guida per la redazione dei fattori di rischio <sup>(88)</sup>.

Una ulteriore problematica riguarda l'armonizzazione del processo di autorizzazione alla pubblicazione del prospetto, considerato che vi sono ancora ampie differenze tra le procedure e la pervicacia dei controlli adottati dalle

---

<sup>(84)</sup> Comunicazione della commissione al parlamento Europeo, cit. p. 18.

<sup>(85)</sup> Per un confronto il prospetto informativo di Siemens Healthineers AG, una delle maggiori IPO su Deutsche Börse nel 2017 conta 387 pagine, mentre quello di Avast Plc, maggiore IPO nel 2018 sino a oggi sul London Stock Exchange, conta 332 pagine.

<sup>(86)</sup> Il prospetto informativo di Allied Irish Banks p.l.c., la maggiore IPO del Regno Unito nel 2017, conta ben 696 pagine (e 29 di nota di sintesi e 40 di fattori di rischio), mentre quello di BAWAG Group AG, maggiore operazione nello stesso anno in Austria, 835 (con una nota di sintesi di 39 pagine e 30 di fattori di rischio). Quanto agli Stati Uniti d'America il prospetto di AXA Equitable Holdings, Inc., la maggiore quotazione del 2017, ha una lunghezza di 495 pagine (e 67 pagine di fattori di rischio).

<sup>(87)</sup> *Ibidem*.

<sup>(88)</sup> ESMA, *Consults on risk factors and exemptions for takeovers, mergers and divisions*, la quale rileva «*The aim of these draft guidelines is to provide NCAs with a means of ensuring that risk factor disclosure is material and specific to the issuer concerned and that NCAs can ensure that risk factor disclosure is prepared in a concise and succinct form*», in <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/prospectuses-esma-consults-risk-factors-and-exemptions-takeovers-mergers-and>

autorità di vigilanza nei diversi Stati membri, con la conseguenza che tendono ad avere un vantaggio competitivo quei mercati ove l'autorità di vigilanza opera in maniera più celere, flessibile e ragionevole allo scopo di rendere quanto più possibile semplice l'accesso al mercato <sup>(89)</sup>.

Per evitare ciò è necessario pensare a un approccio armonizzato alla vigilanza che, peraltro, è all'ordine del giorno sia dell'ESMA <sup>(90)</sup> sia della Commissione <sup>(91)</sup>.

Una prima alternativa potrebbe essere quella di attribuire all'ESMA la competenza esclusiva per l'approvazione dei prospetti nell'Unione Europea e non solo di alcuni tipi di prospetto che richiedono competenze specialistiche di nicchia, come previsto in una recente proposta della Commissione Europea <sup>(92)</sup>.

Una ulteriore possibilità sarebbe quella attribuire all'ESMA la competenza per le operazioni di maggiore dimensione, lasciando la competenza alle autorità degli Stati membri su quelle di minori dimensioni <sup>(93)</sup>.

#### 4.2. *In ambito domestico*

Per il legislatore nazionale, un primo ambito di intervento potrebbe essere il governo societario delle società quotate su AIM Italia, il cui buon funzionamento costituisce un presidio indispensabile per la reputazione della società e per accrescere la fiducia degli investitori.

<sup>(89)</sup> *Ibidem*.

<sup>(90)</sup> In tema si veda l'attività dell'ESMA promossa a partire dal 2016 “*Supervisory Convergence Work Programme*”.

<sup>(91)</sup> Commissione Europea, *Review of the European Supervisory Authorities*, in [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-1546860\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-1546860_en).

<sup>(92)</sup> La proposta emersa dalla consultazione è quella, modificando il Regolamento Prospetti, di attribuire la competenza all'ESMA rispetto all'approvazione dei seguenti prospetti: a) prospetti relativi all'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato di titoli diversi dai titoli di capitale da negoziare esclusivamente in un mercato regolamentato, o un suo segmento specifico, a cui solo gli investitori qualificati possano avere accesso; b) prospetti relativi a titoli garantiti da attività (*asset backed*); c) prospetti redatti da: i) società immobiliari; ii) società minerarie; iii) società operanti nel settore della ricerca scientifica; iv) compagnie di navigazione; d) prospetti di emittenti di paesi terzi (v. in particolare l'art. 31a della proposta della Commissione Europea, in [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiative/1108/publication/113085/attachment/090166e5b6723ec9\\_it](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiative/1108/publication/113085/attachment/090166e5b6723ec9_it)). In senso contrario alla centralizzazione dell'approvazione dei prospetti da parte dell'ESMA vedi i commenti di Nasdaq e Deutsche Börse Group (DBG) (entrambi in [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-1546860\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-1546860_en)) e di AMF-Autorité des marchés financiers, in [https://www.amf-france.org/en\\_US/Reglementation/Dossiers-thematiques/Marches/Union-des-marches-de-capitaux/Position-AMF-sur-la-revue-des-autorites-Europeennes-de-supervision](https://www.amf-france.org/en_US/Reglementation/Dossiers-thematiques/Marches/Union-des-marches-de-capitaux/Position-AMF-sur-la-revue-des-autorites-Europeennes-de-supervision)). Secondo Nasdaq «(...) moving the task of approving prospectuses to ESMA, risks having negative effects on the ecosystems around local capital markets, which is absolutely crucial not least for SMEs. Having to interact with ESMA will add costs for advisory services and raise the barrier to list. This is in contradiction to the aims of the CMU project. Prospectuses should be handled close to the company in order to facilitate the process of accessing finance for SMEs», mentre DBG rileva: «Transferring direct supervisory powers to ESMA appears premature and may not be appropriate (...). Therefore, changes (...) may not be able to reflect national particularities as required. Any consideration to expand the ESAs' direct supervisory powers should therefore 1) respect the principles of subsidiarity and proportionality; 2) should be based on in-depth assessment, cost/benefit analysis and consultation of affected entities; and 3) should take into account foreseen reviews and transitional provisions of respective regulations».

<sup>(93)</sup> D. Busch, cit. p. 274.

Da questo punto di vista, le società quotate su AIM, su base volontaria, hanno già assunto lodevoli politiche di *governance* quanto alla composizione del consiglio di amministrazione, tenuto conto che solo il 3% delle società quotate su AIM Italia non ha un amministratore indipendente dall'interno del organo consiliare e che il 66% ha previsto in statuto il voto di lista <sup>(94)</sup>. Sul punto, potrebbe essere valutato da Borsa Italiana se seguire la via intrapresa da AIM UK, le cui società quotate a partire dal 28 settembre 2018 <sup>(95)</sup> sono tenute a indicare sul proprio sito Internet alcune informazioni circa l'adesione a un codice di autodisciplina e la mancata adesione, anche se soltanto parziale, deve essere adeguatamente motivata <sup>(96)</sup>. Qualora si volesse perseguire tale percorso sarà comunque necessario predisporre un codice di autodisciplina proporzionato per le PMI al fine di evitare oneri organizzativi ed economici non strettamente indispensabili.

Le società quotate sui sistemi multilaterali di negoziazione o sui Mercati di crescita per le PMI sono, quanto ai profili di diritto societario, società per azioni chiuse o tutt'al più società che fanno ricorso al capitale di rischio ex art. 2325-*bis*, cod. civ. qualora rientrino nell'oramai desueta categoria delle società diffuse fra il pubblico in maniera rilevante <sup>(97)</sup>.

A tal proposito, potrebbe essere opportuno procedere ad alcuni modesti interventi nel corpo del codice civile al fine di semplificare la disciplina applicabile alle società quotate su un sistema multilaterale di negoziazione soprattutto in caso di operazioni straordinarie.

Una prima innovazione, che importerebbe un beneficio economico e organizzativo immediato per le società quotate su un MTF, ma che potrebbe essere estesa a tutte le società diverse da quelle quotate su un mercato regolamentato, consiste nell'introduzione, nell'art. 2366, comma 2, cod. civ., della facoltà di procedere alla convocazione dell'assemblea tramite un avviso pubblicato sul sito internet della società <sup>(98)</sup>.

Un secondo profilo riguarda l'estensione della facoltà di utilizzare quale ulteriore criterio di riferimento per la valutazione delle azioni in caso di aumenti di capitale quello già previsto per le società quotate sui mercati regolamentati (v. art. 2441, comma 6, ult. periodo), che prevede che si debba tenere conto dell'andamento delle quotazioni nel corso dell'ultimo semestre.

---

<sup>(94)</sup> IRTop, cit., p. 51.

<sup>(95)</sup> Art. 26, comma 1, *AIM Rules for Companies*.

<sup>(96)</sup> Il *London Stock Exchange* non ha emanato disposizioni vincolanti quanto al codice di autodisciplina da adottare affinché gli emittenti possano scegliere quale applicare tenuto conto del grado sviluppo, del settore e delle dimensioni. Il *London Stock Exchange* si è limitato identificare quali codici di autodisciplina il Codice di *Corporate Governance* QCA e lo UK *Corporate Governance Code*.

<sup>(97)</sup> Ai sensi dell'art. art. 2-*bis*, comma 1, del Regolamento CONSOB 11971/1999 «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) non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'articolo 2435-bis, primo comma, del codice civile».

<sup>(98)</sup> Secondo quanto già previsto dall'art. dall'art. 2441, comma 2 cod. civ. per le offerte in opzione.

Qualora si volesse agevolare ulteriormente la raccolta per le società quotate sui mercati regolamentati o sugli MTF, forse è opportuno modificare il criterio di valutazione di cui all'art. 2441, comma 6, cod. civ., prevedendo, in sostituzione del valore del patrimonio netto, che mal si presta alla celerità delle operazioni sui mercati e presenta delle complessità circa le metodologie da applicarsi mai veramente risolte, il valore di mercato delle azioni da calcolarsi in base all'andamento entro un certo periodo di rilevazione così come avviene in Francia<sup>(99)</sup> e in Italia in tema di recesso quanto alle società quotate sui mercati regolamentati (art. 2437-ter, comma 3, cod. civ.) ove viene in considerazione la media aritmetica dei prezzi di chiusura (o forse meglio *ufficiali*) in un arco di sei mesi o magari di dodici mesi come previsto dall'art. 106, comma 2, D. Lgs. 58/1998 che ai fini dell'OPA obbligatoria prende a riferimento un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi (o del minor periodo disponibile).

Alle società quotate su un sistema multilaterale di negoziazione potrebbe anche essere estesa l'applicazione di quest'ultima norma in tema di recesso così come l'art. 2441, comma 4, cod. civ., che consente, alle società quotate su un mercato regolamentato, l'esclusione del diritto di opzione nei limiti del 10% del capitale preesistente. Anche nel caso dell'articolo da ultimo citato potrebbe essere precisato che il valore di mercato è pari al prezzo risultante da un periodo di osservazione analogo a quello previsto dall'art. 2437-ter, comma 3, cod. civ. (o dall'art. 106, comma 2, D. Lgs. 58/1998), così da semplificare e omogenizzare i criteri di valutazione delle nuove emissioni da parte delle società quotate nelle ipotesi considerate.

Una ulteriore modifica potrebbe riguardare l'apertura dell'art. 2379-ter, comma 2, cod. civ., affinché anche per le società quotate sui sistemi multilaterali l'invalidità della deliberazione di aumento del capitale non possa essere pronunciata dopo che, a norma dell'articolo 2444, sia stata iscritta nel registro delle imprese l'attestazione che l'aumento è stato anche parzialmente eseguito. Così facendo si assicurerebbe maggiore certezza alle operazioni di aumento di capitale, esigenza questa primaria per le società quotate.

Sempre al fine di semplificare la disciplina regolamentare è forse opportuno valutare se prevedere l'inapplicabilità delle disposizioni previste per le società diffuse agli emittenti quotati su un MTF, in quanto tale disciplina residuale aggiunge ben poco in tema di trasparenza considerata l'applicazione agli emittenti quotati su un MTF della intensa regolamentazione prevista dalla MAR. Si eviterebbe così di gravare quei pochi emittenti iscritti nell'Elenco tenuto dalla CONSOB di ulteriori oneri amministrativi la cui utilità non è chiara<sup>(100)</sup>.

Occorre notare che l'inclusione nella categoria delle società diffuse può importare delle conseguenze gravose per l'emittente in quanto questi si può trovare, per il solo fatto di avere più di 500 azionisti, a dovere adottare i principi

<sup>(99)</sup> V. *Code de commerce*, art. L.225-136 e *Décret* n° 67-236 del 23 marzo 1967, Article 155-5.

<sup>(100)</sup> Attualmente nell'Elenco sono iscritte 64 società di cui 3 emittenti quotati su un MTF.

contabili IFRS <sup>(101)</sup> per la redazione del bilancio di esercizio e del bilancio consolidato, il che può anche generare inaspettati costi oltreché organizzativi anche fiscali. Anche in questo caso vale la pena riflettere se non sia il caso di eliminare tale previsione o almeno escluderla rispetto alla società quotate su un MTF, a cui dovrebbe essere lasciata ampia scelta sui criteri contabili da adottare per la predisposizione della propria documentazione contabile. Per converso, dovrebbe essere permesso alle società quotate su un MTF di effettuare il passaggio ai principi contabili internazionali anche qualora abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'articolo 2435-bis, comma 1, cod. civ. <sup>(102)</sup>.

In tema di gestione delle informazioni privilegiate va incoraggiata l'attività di Assonime rivolta a far sì che per le società quotate sugli MTF sia emanata da CONSOB una apposita guida *ad hoc* dedicata agli emittenti negoziati su tali mercati, come strumento di ausilio più agevole e maggiormente rispondente alle loro caratteristiche ed esigenze specifiche <sup>(103)</sup>.

Una ultima considerazione riguarda la recente consultazione promossa da CONSOB circa l'adeguamento della normativa nazionale al Regolamento Prospetto <sup>(104)</sup>. Riguardo a questa ipotesi, l'auspicio è che la Commissione preveda l'esenzione dalla redazione di un prospetto informativo per le offerte promosse dalle società quotate su MTF di importo non superiore a 8 milioni di Euro, con esclusione di qualsivoglia ulteriore adempimento informativo, considerati gli obblighi previsti dalla MAR, e che tale limite si applichi (anche e soprattutto) alle offerte sul mercato secondario. Ricordiamo che in Francia, Germania e Gran Bretagna tale soluzione è già stata adottata.

---

<sup>(101)</sup> L'iscrizione nell'Elenco emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante determina l'obbligo di redigere ai sensi dell'art. 2, comma 1, lett. (b), D Lgs. 38/2005, il bilancio consolidato e il bilancio di esercizio in conformità ai principi contabili internazionali e relative interpretazioni adottati secondo la procedura di cui all'articolo 6 del regolamento (CE) n. 1606/2002.

<sup>(102)</sup> V. art. 1, lett. (g), D. Lgs. 28 febbraio 2005, n. 38.

<sup>(103)</sup> Assonime, *Incontro con PMI sui mercati di crescita per i temi sulla semplificazione*, Milano, 8 giugno 2018, in <http://www.assonime.it/attivita-editoriale/interventi/Pagine/interventi-23-2018.aspx>.

<sup>(104)</sup> [http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni\\_in\\_corso](http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_in_corso).