

## FILIPPO ANNUNZIATA

XXIX Convegno di Studio “Adolfo Beria di Argentine”

I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo

Courmayeur 18-19 settembre 2015

### PMI, QUOTAZIONE, CROWDFUNDING

1. Uno dei *trend* della recente disciplina dei mercati finanziari sembra aver riportato all'attenzione degli interpreti, e degli operatori, il tema del rapporto tra disciplina dei mercati e (quelle che si definiscono, in senso lato) piccole e medie imprese. Vari provvedimenti, sia a livello nazionale, sia a livello comunitario mostrano, ormai da tempo, una rinnovata attenzione verso le imprese di minori dimensioni, nel tentativo di agevolarne l'accesso al mercato dei capitali, di abbassare le barriere all'ingresso per la quotazione, di ridurre gli oneri connessi all'apertura al mercato del capitale di rischio. Non si tratta, a dire il vero, di una tendenza nuova: sin dai primi passi di quella che oggi consideriamo la “moderna” disciplina del mercato mobiliare, l'attenzione è più volte stata rivolta, con tratti diversi a seconda del tempo, alle piccole e medie imprese, soprattutto – ma non soltanto – in Italia, dove il tessuto economico è (ancora) prevalentemente composto da imprese di non rilevanti dimensioni, e dove da sempre è avvertita l'esigenza di diversificare le fonti di finanziamento delle imprese, rispetto alla tradizionale dipendenza – assolutamente preponderante – dal credito bancario. In proposito, basti ricordare, a titolo di esempio, l'istituzione, nel 1977 del Mercato ristretto, le iniziative poste in essere negli anni '80 – soprattutto su stimolo delle Camere di commercio – per la creazione di mercati “locali” per piccole e medie imprese, il continuo dibattito sulle fonti di finanziamento delle società, che ha investito profondamente la stessa riforma del diritto societario, mediante la

diversificazione degli strumenti di raccolta (azioni, obbligazioni, strumenti finanziari), le iniziative, anche legislative, per lo sviluppo del *private equity* e del *venture capital*, la disciplina – risalente ormai al 2012 – relativa ai cosiddetti “*minibond*”. Anche a livello comunitario, l’Unione Europea da tempo rivolge la propria attenzione alle PMI, con strumenti articolati (finanziamenti; programmi di sviluppo; formazione, ecc.): il recente progetto dell’Unione, relativo alla cosiddetta *Capital Markets Union* insiste, a sua volta, molto sulle Small-Medium Enterprises (SME), e sui benefici che possono derivare, a loro vantaggio, dal complesso di misure preconizzate dal progetto.

Certamente, la crisi finanziaria ha riproposto il tema in maniera, per così dire, più evidente: la contrazione del credito alle imprese, dovuto alle difficoltà dei sistemi bancari e alle copiose novità normative sui requisiti di capitale introdotte dopo la crisi, ha reso ancor più urgente la ricerca di strade per agevolare l’apertura delle PMI al mercato del debito e del capitale di rischio. La stessa Unione Europea ha in corso da tempo, e ha rafforzato, un’articolata serie di misure a sostegno delle Small and Medium Enterprises, riprendendo e sviluppando iniziative sorte anche prima della crisi finanziaria. Al contempo, l’evoluzione del sistema ha reso evidente che, pur nel solco di progetti, iniziative, caratterizzate da un minimo fattore comune, l’approccio al “problema” del rapporto tra PMI e mercato dei capitali non risponde alla regola “*one size fits all*”: la “galassia” delle PMI è composta da realtà con caratteristiche diverse (dimensioni; attività; strutture proprietarie; ciclo di vita delle imprese; esigenze finanziarie) e, già soltanto sul piano delle definizioni, stabilire cosa sia una PMI è esercizio complesso. Ne deriva che le regole tendono, almeno in questa fase, a frammentarsi e, anche per l’interprete, tentare di mettere ordine (ammesso che serva) non è impresa agevole. In questa sede, stante l’ampio titolo dell’intervento che mi è stato riservato, intendo limitarmi a qualche considerazione su alcuni dei più recenti fenomeni di “emersione” della PMI nel panorama della disciplina del mercato mobiliare, al fine di formulare qualche, necessariamente incompleta, considerazione in merito.

Appare, innanzitutto, evidente che vi sono quantomeno tre direttrici lungo le quali la disciplina si è evoluta, e sta evolvendo. Si tratta: (i) della disciplina dei *mercati* in

senso stretto; (ii) delle regole che presiedono, in senso lato, alla raccolta dei capitali; (iii) della disciplina della gestione collettiva del risparmio.

Premetto subito che le tre direttrici non paiono ispirate ad un disegno, per così dire, unitario, e procedono dunque per linee di sviluppo parallele, già a partire dalle definizioni (che cosa si intende per “PMI”), e dunque scarse sono le possibilità di ricondurre le novità ad unità. Ciò non toglie, tuttavia, che l’attivismo del legislatore, in questo settore, sia, da qualche tempo, piuttosto evidente, sollevando, per l’interprete, varie questioni e fornendo agli operatori nuovi istituti.

2. La disciplina dei mercati, lo si è già ricordato, è stata la sede “naturale”, sin dagli anni ’70 del secolo scorso, nella quale si è svolto il dibattito sul rapporto tra regole di mercato e piccole e medie imprese. L’idea di fondo, tutt’ora ritenuta valida, è sostanzialmente quella di creare appositi circuiti, o meglio mercati, per la negoziazione degli strumenti emessi dalle PMI: mercati, ovviamente, caratterizzati da regole di funzionamento, requisiti di accesso, regimi “semplificati” rispetto a quelli “ordinari”, al fine di incentivarne il ricorso da parte delle piccole e medie imprese. Già la Direttiva MiFID, nel 2004, mediante l’introduzione – a fianco della disciplina dei mercati regolamentati – dei sistemi multilaterali di negoziazione si era mossa in questa direzione, anche se con un approccio, per così dire, piuttosto “neutro”. La “neutralità” era nel senso che la disciplina degli MTF – nata essenzialmente sulle ceneri dell’abolizione dei regimi di monopolio previsti nei sistemi europei per i mercati regolamentati – non è specificamente rivolta a favorire l’accesso al mercato delle PMI, né contiene – direttamente – specifiche regole in proposito. Di fatto, un MTF può prestarsi altrettanto bene alla negoziazione di strumenti emessi da imprese di grandi dimensioni, così come di PMI, o di emittenti titoli diffusi; le forme organizzative, ossia la microstruttura del MTF (*order driven-quote driven*; presenza di *market makers* o meno, ecc.) può, di volta in volta, risultare più o meno funzionale a servire le esigenze di imprese appartenenti all’una o all’altra categoria, ma il modello legale è, per così dire neutro. Né la MiFID aveva espressamente “etichettato” gli MTF come forme

“dedicate” alle PMI: di fatto, la naturale destinazione di un MTF (anche) alle PMI deriva, piuttosto, da una circostanza *esogena* alla MiFID, ossia dal fatto che, le Direttive europee “*core*” della disciplina del mercato dei capitali, sono rimaste – almeno fino alle soglie delle ultimissime revisioni (anche queste ultime, figlie delle crisi finanziarie) – limitate agli emittenti che si rivolgono ai *mercati regolamentati*. La Direttiva sul prospetto, la Direttiva sugli abusi di mercato (nella sua versione del 2003), la Direttiva OPA, la Direttiva Transparency – per citare soltanto alcuni degli esempi più significativi – si applicano, infatti, ai soli emittenti che abbiano titoli negoziati nei mercati regolamentati. Pertanto, le imprese che abbiano i loro titoli negoziati su di un MTF beneficiano, per *differenza* di un regime agevolato, per il semplice fatto che gli oneri più rilevanti derivanti dalla disciplina “di base” degli emittenti quotati non si applicano agli emittenti che abbiano i propri strumenti finanziari trattati su tali piattaforme di trading. Al contempo, l’assetto della disciplina crea un’evidente lacuna (ad esempio, per quanto attiene all’informativa), che – sino alle più recenti evoluzioni – è stata sostanzialmente risolta affidandosi all’autonomia negoziale (*i.e.* le regole in materia di informazione alle quali sono soggetti sono stabilite di volta in volta nei regolamenti degli MTF predisposti dalle società di gestione – peraltro non sottoposti alla specifica approvazione dell’Autorità di vigilanza). Questo sistema ha portato risultati non disprezzabili. L’assetto complessivo della disciplina è, infatti, flessibile, e le diverse piattaforme di *trading* sono in grado di competere tra di loro anche sulla base della qualità dei servizi offerti, dell’informativa resa disponibile agli investitori, dei costi che gli emittenti sostengono. Nulla vieta, inoltre, che una PMI decida di quotare i propri titoli su di un mercato regolamentato, scontando gli oneri relativi, o che scelga, di contro, di indirizzarsi verso un MTF. Significativo, in proposito, è che il segmento “STAR” del MTA (mercato regolamentato) è stato concepito proprio per le medie imprese (capitalizzazione tra 40 milioni e 1 miliardo) che si impegnano a rispettare taluni requisiti definiti di “eccellenza” in termini di trasparenza, flottante, *corporate governance*. Al contempo, Borsa italiana ha dato vita al segmento AIM Italia, che non è un mercato regolamentato, ma è un MTF.

L'esperienza maturata da Borsa Italiana con riguardo a questi segmenti di mercato è significativa e non consente di tracciare una precisa linea, per così dire, biunivoca tra tipologia di mercato di quotazione, e PMI. Questi schemi – che ho recuperato da una presentazione di Borsa Italiana – pongono a raffronto i regimi applicabili ai vari segmenti:



## I requisiti formali in fase di IPO

	<b>MTA</b>	<b>Segmento STAR</b>	<b>AIM Italia</b>
<b>Flottante</b>	25%	35%	10%
<b>Bilanci certificati</b>	3	3	1 (se esistente)
<b>Principi contabili</b>	Internazionali	Internazionali	Italiani o internazionali
<b>Offerta</b>	Istituzionale / Retail	Istituzionale / Retail	Istituzionale
<b>Altri documenti</b>	Prospetto informativo / SCG / Piano ind. / QMAT	Prospetto informativo / SCG / Piano ind. / QMAT	Documento di ammissione
<b>Market cap (€)</b>	Min € 40 m	Min € 40 m – Max 1 bn	Nessun requisito formale
<b>CDA (n.indipendenti)</b>	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio (N. nel Regolamento)	Nessun requisito formale
<b>Comitato Controllo e Rischi</b>	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio	Nessun requisito formale
<b>Comitato Remunerazione</b>	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio	Nessun requisito formale
<b>Incentivi al top management</b>	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio (Remun. legata a performance)	Nessun requisito formale
<b>Investor relator</b>	Raccomandato	Obbligatorio	Non obbligatorio
<b>Sito Web</b>	Obbligatorio	Obbligatorio	Obbligatorio
<b>Principale advisor</b>	Sponsor / Global coordinator	Sponsor / Global coordinator	Nomad



## I requisiti formali post IPO

	MTA	Segmento STAR	AIM Italia
<b>Codice di Corporate Governance</b>	Comply or explain	Parzialmente obbligatorio	Facoltativo
<b>Specialist</b>	Facoltativo (liquidity provider)	Obbligatorio (liquidity provider / 2 ricerche / incontri con investitori)	Obbligatorio (liquidity provider)
<b>Informativa</b>	Necessario price sensitive e operazioni straordinarie (TUF e Regolamento Emittenti)		Necessario price sensitive e operazioni straordinarie (Regolamento AIM)
<b>OPA</b>	TUF – 30% per obbligatoria, 60% per preventiva, 90%-95% per residuale		OPA Statutaria
<b>Parti correlate</b>	Procedure e obblighi informativi		Procedure semplificate e obblighi informativi
<b>Dati trimestrali</b>	I-III resoconto intermedio di gestione entro 45 giorni da chiusura trimestre	I-III resoconto intermedio di gestione entro 45 giorni da chiusura trimestre	NO
<b>Dati semestrali</b>	SI – entro 60 giorni da chiusura semestre	SI – entro 60 giorni da chiusura semestre	SI – entro 3 mesi da chiusura semestre
<b>Dati annuali</b>	SI – pubblicazione entro 120 giorni da chiusura esercizio	SI – se entro 90 giorni da chiusura esercizio no IV trimestrale	SI – pubblicazione entro 6 mesi da chiusura esercizio

La marcia (o meglio, il ritorno) verso segmenti di mercato dedicati *specificamente* alle PMI è, tuttavia, ora resa evidente dalla MiFID 2, che prevede espressamente l’istituzione di “mercati di crescita per le PMI”. Tali mercati sono individuati come segue:

- si tratta, in primo luogo, di MTF (e non di mercati regolamentati) che chiedono la registrazione come “mercati di crescita per le PMI”; a tali fini, una PMI è definita 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”.

Secondo quanto si legge nel Considerando 132 della Direttiva, “è *auspicabile facilitare l’accesso al capitale per le piccole e medie imprese (PMI) e agevolare l’ulteriore sviluppo di mercati specializzati volti a soddisfare le esigenze dei piccoli e medi emittenti. Tali mercati, che in virtù della presente direttiva sono di norma gestiti come sistemi multilaterali di negoziazione, sono generalmente noti come mercati di crescita delle PMI, mercati di crescita o mercati junior. La creazione, all’interno della categoria dei sistemi multilaterali di negoziazione, di una nuova sottocategoria di mercati di crescita per le PMI e la registrazione di tali mercati dovrebbero*

*aumentarne la visibilità e il profilo e contribuire all'elaborazione di norme regolamentari comuni dell'Unione per tali mercati. È opportuno prestare attenzione alle modalità con cui la regolamentazione futura dovrà favorire e promuovere ulteriormente l'utilizzo di tale mercato in modo da renderlo attraente agli occhi degli investitori, ridurre gli oneri amministrativi e fornire ulteriori incentivi per l'accesso da parte delle PMI ai mercati dei capitali attraverso i mercati di crescita per le PMI.”*

*Inoltre “Occorre che i requisiti applicabili a tale nuova categoria di mercati prevedano sufficiente flessibilità per poter tener conto della gamma di modelli di mercato attualmente esistenti in Europa che hanno avuto particolare successo. Essi 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. Si propone che ulteriori dettagli sui requisiti dei mercati di crescita delle PMI, come quelli relativi ai criteri di ammissione alle negoziazioni in tale mercato, siano oggetto di atti delegati o di norme tecniche” (Considerando 133).*

I requisiti che deve possedere un MTF per potersi qualificare come “mercato di crescita” sono definiti dall’art. 33 della MiFID2 e, a dire il vero, appaiono più volte a introdurre *standard* minimi di regolamentazione e trasparenza, piuttosto che a creare un vero *incentivo* per l’accesso delle PMI, rispetto alla formula neutra dell’MTF. In particolare, dovranno essere previsti: i) formali criteri per l’ammissione alla negoziazione degli strumenti finanziari; ii) obblighi informativi iniziali, eventualmente anche consistenti in un prospetto di quotazione; iii) obblighi minimali di informativa continua; iv) sottoposizione, di massima, alla disciplina degli abusi di mercato, seppure con vari “sconti”, che tuttavia derivano non dalla MiFID2, ma dal nuovo Regolamento sugli abusi di mercato (MAR – Regolamento n. 596/2014/UE)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Ad esempio, le PMI che abbiano titoli ammessi a negoziazione su di un MTF per le PMI possono non istituire il c.d. “registro degli insider”, a certe condizioni. La pubblicazione delle informazioni privilegiate può limitarsi al sito Internet della sede di negoziazione, anziché essere pubblicate sul sito dell'emittente (art. 17, comma 9 MAR).

Chiaramente, e di nuovo, il problema è individuare un punto di equilibrio tra le esigenze di semplificazione connaturate alla concezione di mercati riservati alle PMI, e la tutela degli investitori: per la MiFID2 la materia non è lasciata all'autonomia negoziale, ma - come si vede - è oggetto di un intervento conformativo piuttosto robusto. E' dubbio però che questo approccio, in mancanza di incentivi più forti, possa produrre risultati in linea con le aspettative.

3. Oltre alla materia dei mercati regolamentati e delle piattaforme di *trading*, anche la disciplina delle forme di raccolta dei capitali mostra una certa tendenza a differenziarsi espressamente in funzione delle esigenze delle PMI. Anche in questo caso, peraltro, il sistema si è mosso secondo linee di fondo non dissimili da quelle ricordate con riguardo alla disciplina dei mercati: dapprima, attraverso la sostanziale enucleazione di regimi *per così dire impliciti*, e, da ultimo, attraverso l'elaborazione di regole in positivo. Quanto ai regimi "impliciti", e senza pretendere, in questa sede, di sviluppare ulteriori approfondimenti, è opportuno ricordare, soprattutto, il regime delle esenzioni dalla disciplina del prospetto informativo, in particolare per quanto riguarda le fattispecie che operano in funzione del controvalore totale dell'offerta. E', tuttavia, l'introduzione della disciplina del c.d. *crowdfunding* che ha visto l'affermarsi, nel sistema, di una specifica disciplina rivolta a talune tipologie di piccole e medie imprese (*start up* e PMI innovative) e, in tale ambito, volta a prevedere regole particolari per quanto riguarda le offerte realizzate per il tramite dei relativi portali. Non è questa, ovviamente, la sede per una disamina compiuta della disciplina, e dei vari profili di criticità che la stessa presenta, peraltro già oggetto di articolate analisi, anche da parte della dottrina giuridica. Una prima questione che va segnalata è, tuttavia, riferita all'approccio "settoriale" del legislatore: a distanza di praticamente due anni dall'introduzione delle prime regole in materia, è sempre meno chiara la ragione per la quale la disciplina è limitata ad alcune tipologie soltanto di imprese di piccole e medie dimensioni. E' pur vero che la disciplina si è, sul punto, evoluta,

---

passando dall'approccio iniziale (limitazione alle cc.dd. "start-up innovative") ad uno più ampio (estensione anche alle PMI innovative, come in ogni caso definite nelle relative discipline "speciali"), ma l'impostazione resta ancora caratterizzata da una non pienamente giustificabile limitazione della disciplina a talune specie soltanto di imprese di piccole e medie imprese. Un'altra questione attiene al fatto che, anche per il *crowdfunding*, appare evidente come la disciplina serva, soprattutto, a enucleare regimi di favore (ossia, casi di esenzione, o di inapplicabilità) dalla disciplina di base. In particolare, e per quanto riguarda la disciplina delle *offerte* condotte attraverso portali, si consente al gestore del portale (che, come noto, non necessariamente è un intermediario abilitato), di promuovere l'offerta, che comunque deve avere un corrispettivo totale inferiore a quello determinato ex art. 100, comma 1, lett. c). La disciplina di dettaglio delle offerte, rimessa alla Consob, prevede la sottoscrizione da parte di investitori professionali o particolari categorie di investitori dalla stessa individuate di una quota degli strumenti finanziari offerti, quando l'offerta non sia riservata esclusivamente a clienti professionali, e regole per la tutela di investitori diversi dai clienti professionali nel caso in cui i soci di controllo della start-up innovativa o della PMI innovativa cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta. Modifiche recentissime (D.L. n. 3 del 24 gennaio 2015) hanno altresì introdotto nuove disposizioni per quanto attiene al regime applicabile alle SRL che rientrano nelle categorie delle *start-up* o delle PMI innovative, introducendo così un sistema che deroga ampiamente alla disciplina di diritto comune<sup>2</sup>. Un ulteriore elemento degno di nota attiene al fatto

---

<sup>2</sup> In particolare:

- In alternativa a quanto stabilito dall'articolo 2470, secondo comma, del codice civile e dall'articolo 36, comma 1-bis, del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, e successive modificazioni, per la sottoscrizione o l'acquisto e per la successiva alienazione di quote rappresentative del capitale di *start-up* innovative e di PMI innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata:

a) la sottoscrizione o l'acquisto possono essere effettuati per il tramite di intermediari abilitati alla resa di uno o più dei servizi di investimento previsti dall'articolo 1, comma 5, lettere a), b) ed e); gli intermediari abilitati effettuano la sottoscrizione o l'acquisto delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori o degli acquirenti che abbiano aderito all'offerta tramite portale;

b) entro i trenta giorni successivi alla chiusura dell'offerta, gli intermediari abilitati comunicano al registro delle imprese la loro titolarità di soci per conto di terzi, sopportando il relativo costo; a tale fine, le condizioni di adesione pubblicate nel portale devono espressamente prevedere che l'adesione all'offerta, in caso di buon fine della stessa e qualora l'investitore decida di avvalersi del regime

che le regole che disciplinano l'offerta tramite i portali si applicano anche alle offerte di quote di OICR, o di società che investono prevalentemente in società che rientrano nelle categorie delle *start up* o PMI innovative: in tal modo la disciplina tende a rafforzare ulteriormente il ruolo degli investitori professionali, e quindi si “sposa” con gli sviluppi che, in questo ambito, sta vivendo la disciplina della gestione collettiva.

4. Sempre con riguardo, in senso lato, alla materia delle “offerte” – ma, questa volta, delle offerte di acquisto – ulteriori segnali dell'attenzione che il sistema va dedicando al tema delle PMI derivano, ovviamente, dalla novellata disciplina

---

alternativo di cui al presente comma, comporti il contestuale e obbligatorio conferimento di mandato agli intermediari incaricati affinché i medesimi:

- 1) effettuino l'intestazione delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori o degli acquirenti, tenendo adeguata evidenza dell'identità degli stessi e delle quote possedute;
  - 2) rilascino, a richiesta del sottoscrittore o dell'acquirente, un attestato di conferma comprovante la titolarità delle quote; tale attestato di conferma ha natura di puro titolo di legittimazione per l'esercizio dei diritti sociali, è nominativamente riferito al sottoscrittore o all'acquirente, non è trasferibile, neppure in via temporanea né a qualsiasi titolo, a terzi e non costituisce valido strumento per il trasferimento della proprietà delle quote;
  - 3) consentano ai sottoscrittori e agli acquirenti che ne facciano richiesta di alienare le quote secondo quanto previsto alla lettera c) del presente comma;
  - 4) accordino ai sottoscrittori e agli acquirenti la facoltà di richiedere, in ogni momento, l'intestazione diretta a se stessi delle quote di loro pertinenza;
- c) la successiva alienazione delle quote da parte di un sottoscrittore o acquirente, ai sensi della lettera b), numero 3), avviene mediante semplice annotazione del trasferimento nei registri tenuti dall'intermediario; la scritturazione e il trasferimento non comportano costi o oneri né per l'acquirente né per l'alienante; la successiva certificazione effettuata dall'intermediario, ai fini dell'esercizio dei diritti sociali, sostituisce ed esaurisce le formalità di cui all'articolo 2470, secondo comma, del codice civile.

- Il regime alternativo di trasferimento delle quote di cui al comma 2-bis deve essere chiaramente indicato nel portale, ove è altresì prevista apposita casella o altra idonea modalità per esercitare l'opzione ovvero indicare l'intenzione di applicare il regime ordinario di cui all'articolo 2470, secondo comma, del codice civile e all'articolo 36, comma 1-bis, del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, e successive modificazioni.

- Ferma restando ogni altra disposizione della parte II, titolo II, capo II, l'esecuzione di sottoscrizioni, acquisti e alienazioni di strumenti finanziari emessi da start-up innovative e da PMI innovative ovvero di quote rappresentative del capitale delle medesime, effettuati secondo le modalità previste alle lettere b) e c) del comma 2-bis del presente articolo, non necessita della stipulazione di un contratto scritto a norma dell'articolo 23, comma 1. Ogni corrispettivo, spesa o onere gravante sul sottoscrittore, acquirente o alienante deve essere indicato nel portale dell'offerta, con separata e chiara evidenziazione delle condizioni praticate da ciascuno degli intermediari coinvolti, nonché in apposita sezione del sito internet di ciascun intermediario. In difetto, nulla è dovuto agli intermediari.

dell'OPA e, anche, dalla disciplina delle azioni a voto maggiorato o a voto plurimo, frutto del medesimo “pacchetto” di misure legislative. Sulle azioni a voto maggiorato o plurimo – un istituto dichiaratamente volto, secondo quanto si legge nei lavori preparatori, ad agevolare l'accesso al mercato da parte delle imprese, soprattutto medie e piccole – non mi soffermo, anche perché, nuovamente, come altri istituti, non si tratta di una disciplina che è *specificatamente* limitata alle PMI.

Per quanto riguarda l'OPA, invece, la novella – intervenuta a valle dell'intenso dibattito avviato nel 2013 in merito all'opportunità di rivedere la soglia per l'avvio dell'OPA totalitaria<sup>3</sup> - ha un impatto sulle PMI che opera in due direzioni: da un lato, differenzia la soglia legale di lancio dell'OPA totalitaria tra PMI e altre società; dall'altro, introduce regole volte a rendere, per le PMI, “adattabile” o “flessibile” la disciplina dell'OPA totalitaria. Nuovamente, l'approccio è, però, settoriale: in altri termini, la definizione di PMI è, a questi fini, specifica, ed esaurisce la sua portata nell'ambito della disciplina di cui si discute (art. 1, comma 1, lett. *n-quater*.1 TUF):

*“PMI: fermo quanto previsto da altre disposizione di legge, le piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate, che abbiano, in base al bilancio approvato relativo all'ultimo esercizio, anche anteriore all'ammissione alla negoziazione delle proprie azioni, un fatturato fino a 300 milioni di euro, ovvero una capitalizzazione media di mercato nell'ultimo anno solare inferiore ai 500 milioni di euro. Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato entrambi i predetti limiti per tre esercizi, ovvero tre anni solari, consecutivi”.*

La definizione, si intuisce, è asimmetrica: in senso *positivo*, infatti, riconduce alla categoria della PMI gli emittenti azioni quotate che rispettino uno soltanto dei due requisiti (fatturato *ovvero* capitalizzazione). Tuttavia, ai fini della perdita del requisito è richiesto il superamento di *entrambi* i limiti, su di un arco temporale diverso da quello inizialmente assunto (*tre* esercizi o anni solari, anziché uno). Ciò detto, l'introduzione di questo regime “speciale” ha, innanzitutto, un impatto sulla disciplina generale, in quanto differenzia la soglia legale per l'avvio dell'OPA

---

<sup>3</sup> Il dibattito prese avvio nell'ottobre del 2013 a fronte della prospettata acquisizione, da parte di Telefonica, del controllo di Telco.

obbligatoria tra PMI e altre imprese: infatti, in base all'art. 106, comma 1-*bis*, TUF, nelle società diverse dalle PMI l'offerta totalitaria è promossa anche da chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del venticinque per cento in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata. In pratica, ciò significa che, per una PMI, la soglia *ex-lege* per il lancio dell'OPA totalitaria è – salvo quanto diremo *infra* in merito alle opzioni statutarie – identificata nel 30%.

La norma solleva, a dire il vero, varie questioni, che qui ci limitiamo ad evocare anche perché si tratta di questioni che *non riguardano* le PMI: si osserva, in primo luogo, che nell'ipotesi di cui si discute l'obbligo di OPA è limitato al solo superamento della soglia per effetto di “acquisti di titoli”, così escludendo, a quanto pare, il caso in cui la soglia del 25% è superata ad esempio per effetto di mutamenti nei diritti di voto conseguenti all'operatività delle azioni a voto maggiorato. In secondo luogo il riferimento ad “un altro socio” pone il problema di stabilire se la medesima disciplina si applichi anche quando vi siano *più* soci, legati da un patto parasociale, che aggregano una partecipazione superiore al 25%. Si osserva, in proposito, che il riferimento esplicito alla situazione di soci che detengono *congiuntamente* partecipazioni di rilievo figura, ad esempio all'art. 106, comma 5, del TUF e 49, comma 1, lett. a), Regolamento Emittenti, ai sensi del quale non è tenuto a promuovere un'OPA obbligatoria il soggetto che si trovi a superare la soglia OPA se “*un altro socio, o altri soci congiuntamente, dispongono della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria*”: *ubi lex voluit, dixit*, insomma. Tuttavia, una ricostruzione sistematica della *ratio* della disciplina sembra possa condurre alla soluzione apposta. Si pone, altresì, il problema di definire il momento dell'accertamento della condizione: in particolare, ci si può chiedere cosa accade se la soglia del 25% viene superata (per effetto di acquisti) in presenza di un altro socio titolare di una partecipazione più elevata, e successivamente quest'ultimo riduce la propria partecipazione, ad esempio cedendo parte della propria partecipazione. In proposito, sembra preferibile ritenere che il presupposto circa l'assenza di un altro socio che detenga una partecipazione più elevata debba essere verificata al momento dell'acquisto che comporta il

superamento della soglia del 25%, senza tener conto di variazioni successive di tipo “passivo”.

Fermo quanto precede, alle PMI viene consentito di stabilire una soglia statutaria per il lancio dell’OPA difforme da quella legale, purché non inferiore al 25% e non superiore al 40%: si consente, così, alla PMI di “dosare” diversamente il proprio livello di contendibilità (con la precisazione che, se tale regime derogatorio è introdotto dopo l’ammissione a quotazione, è riconosciuto il diritto di recesso ai soci che non hanno concorso all’approvazione della delibera). Lo spostamento della soglia di OPA verso l’alto, o verso il basso, rispetto alla soglia legale si presta, ovviamente, a valutazioni complesse, e spesso contrastanti, soprattutto se l’opzione statutaria viene a combinarsi con il ricorso alle azioni a voto maggiorato o a voto plurimo. Si tratta, in sostanza – soprattutto in fase di accessione alla quotazione – di prefigurare vari scenari di contendibilità dell’impresa, in funzione sia degli assetti proprietari di partenza, sia dell’esito atteso dell’offerta finalizzata alla quotazione.

Sempre con riguardo alle sole PMI, un ulteriore regime speciale è riconosciuto – nuovamente in base ad un’opzione statutaria – con riguardo all’OPA da consolidamento: in particolare, l’obbligo previsto dall’art. 106, comma 3, lett. b) TUF (*“l’obbligo di offerta consegue ad acquisti superiori al cinque per cento o alla maggioranza dei diritti di voto in misura superiore al cinque per cento dei medesimi, da parte di coloro che già detengono la partecipazione indicata nei commi 1 e 1-ter senza detenere la maggioranza dei diritti di voto nell’assemblea ordinaria”*) non si applica alle PMI, a condizione che ciò sia previsto dallo statuto, sino alla data dell’assemblea convocata per approvare il bilancio relativo al quinto esercizio successivo alla quotazione. La previsione di tale *grace period* può offrire alle PMI una agevolazione nel primo periodo post-quotazione, in quanto può consentire agli azionisti di riferimento di mettere a disposizione dell’IPO una quota anche superiore alla maggioranza assoluta del capitale – aumentando così le possibilità di successo della quotazione – riservandosi di rinforzare la propria posizione nel quinquennio successivo, senza dover lanciare l’OPA totalitaria. Al contempo, in fase di quotazione, gli azionisti di riferimento devono valutare attentamente i possibili

scenari che possono determinarsi dopo l'ammissione a quotazione, giacché il livello di diluizione della maggioranza che ne consegue, unitamente al gioco delle soglie di rilevanza dell'OPA (statutarie e legali) può produrre esiti molto diversi. In proposito, si noti che, a differenza della soglia del 25%, che non è richiamata dall'art. 106, comma 3, lett. b), quest'ultimo, invece, assegna rilevanza anche alle soglie previste in statuto da parte della PMI, diverse da quella legale.

Ovviamente, tutto quanto precede non ha alcuna rilevanza – quantomeno allo stato attuale della disciplina – per le PMI che, di contro, intendano far negoziare i propri titoli su di un MTF giacché, in questo caso la disciplina dell'OPA obbligatoria, ovviamente, non trova applicazione, salvo che – come accade sull'AIM – la stessa non sia prevista quale requisito (da disciplinare a livello statutario) per l'ammissione alla negoziazione.

5. Anche la disciplina della gestione collettiva mostra chiari segni di “specializzazione” nel segno delle piccole e medie imprese. Qui i segnali sono, soprattutto, in tre sensi:

- i) l' “alleggerimento” degli oneri derivanti dalla disciplina di vigilanza, per i gestori di OICR di piccole dimensioni (che, con tutta evidenza, dovrebbero essere quelli di maggior rilievo per le PMI);
- ii) l'introduzione, nel sistema, di OICR in qualche modo “specializzati” nell'investimento in piccole e medie imprese;
- iii) la recente riconosciuta facoltà, per gli OICR, di erogare credito, a valere sul patrimonio dell'OICR stesso.

Senza scendere in dettagli, la tendenza a “dosare” l'applicazione della pervasiva disciplina in materia di gestione collettiva, in funzione delle dimensioni dell'operatore, è già da tempo in atto, in virtù dell'introduzione nel sistema del principio di “proporzionalità” (la cui elaborazione risale, in modo strutturato, alla Direttiva MiFID). Tuttavia, con il recepimento della Direttiva sui gestori di fondi alternativi (la c.d. “AIFMD” – Direttiva 2011/61/UE) – fermo restando il

principio di proporzionalità – per i gestori di fondi alternativi “minori”<sup>4</sup> è stato introdotto uno specifico regime “semplificato”, che conduce a notevoli semplificazioni: capitale minimo ridotto; inapplicabilità di varie previsioni in tema di struttura organizzativa e controlli interni; semplificazione delle regole in tema di *governance*. In alcuni Stati UE la semplificazione, per i gestori “sotto-soglia”, ha altresì condotto alla revisione delle regole di accesso al mercato: tali gestori, infatti, sono sottoposti ad un regime semplificato di mera “registrazione” presso l’Autorità di vigilanza, che tiene luogo del più complesso e oneroso meccanismo di autorizzazione, previsto per i gestori di maggiori dimensioni. In Italia non si è seguita questa strada, ma – comunque – i requisiti previsti per l’iscrizione all’albo dei gestori di OICR in capo ai gestori sotto soglia sono molto semplificati rispetto al regime di base. Il quadro comunitario, comunque, si presenta, sul punto, disarmonico, giacché la distinzione tra gestori “sopra” o “sotto soglia” non è prevista relativamente alla disciplina degli UCITS, essendo limitata – allo stato – ai soli gestori di Fondi alternativi (FIA).

Sempre nel contesto della AIFMD sono, poi, previsti regimi “speciali” – affidati allo strumento del Regolamento UE – per gestori la cui attività si orienta verso piccole e medie imprese, con particolare riguardo al settore del *venture capital* (i cc.dd. Gestori di EuVECA, di cui al Regolamento n. 345/2013), dell’imprenditoria sociale (i cc.dd. Gestori EuSEF, di cui al Regolamento n. 346/2013) e da ultimo gli OICR con investimento a lungo termine (i cc.dd. ELTIF, di cui al Regolamento n. 760/2015). Questi ultimi, in particolare, si propongono di fornire “finanziamenti di lunga durata a progetti infrastrutturali di varia natura”, a società non quotate ovvero a piccole e medie imprese (PMI) quotate che emettono strumenti rappresentativi di *equity* o strumenti di debito per

---

<sup>4</sup> Si tratta dei cosiddetti gestori “sotto soglia”, ossia dei gestori che:

- gestiscono attività, comprese eventuali attività acquisite mediante la leva finanziaria, che non superano in totale la soglia di 100 milioni di euro,
- oppure
- gestiscono attività che non superano in totale la soglia di 500 milioni di euro, a condizione che i FIA non ricorrano alla leva finanziaria e prevedano che il diritto dei partecipanti al rimborso delle quote o azioni non sia esercitabile per un periodo di almeno cinque anni a decorrere dalla data di investimento iniziale in ciascun FIA.

i quali non esiste un acquirente facilmente identificabile. Finanziando tali progetti gli ELTIF concorrono al finanziamento dell'economia reale dell'Unione e all'attuazione delle sue politiche”. Da segnalare, anche in relazione alle recenti modifiche introdotte nel TUF, che rientrano tra le attività ammissibili, in cui un ELTIF può investire, i “prestiti erogati da un'impresa di portafoglio ammissibile con una scadenza non superiore al ciclo di vita dell'ELTIF”<sup>5</sup>.

Da ultimo, l'art. 22, comma 5 del D.L. n. 91 del 24 giugno 2014, convertito con modificazioni dalla L. n. 116 dell'11 agosto 2014, - anticipando in parte il Regolamento ELTIF - ha previsto la possibilità per un OICR di investire in “crediti”, precisando tuttavia che questi ultimi possono essere *anche* “erogati a valere sul patrimonio dell'OICR”. L' “innesto” - che è intervenuto nella definizione *generale di OICR* - schiude così la prospettiva alla possibilità per gli OICR di svolgere un'attività tradizionalmente riservata ai sensi del Testo Unico Bancario. Sebbene - nel TUF - la facoltà non sia limitata al credito erogato a particolari imprese “ammissibili”, come invece è nel Regolamento ELTIF, appare evidente che la vocazione “naturale” di questa previsione è, innanzitutto, rivolta a imprese di dimensioni non rilevanti.

6. E' difficile ravvisare, in questa congerie di provvedimenti, un disegno unitario.

---

<sup>5</sup> Art. 11 Regolamento ELTIF: “Un'impresa di portafoglio ammissibile di cui all'articolo 10 è un'impresa di portafoglio diversa da un organismo di investimento collettivo che soddisfi i seguenti requisiti:

a) non è un'impresa finanziaria;

b) è un'impresa che: i) non è ammessa alla negoziazione su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione; oppure ii) è ammessa alla negoziazione su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione e al contempo ha una capitalizzazione di mercato inferiore a 500.000.000 EUR;

c) è stabilita in uno Stato membro o in un paese terzo, a condizione che quest'ultimo: i) non sia un paese indicato dal gruppo di azione finanziaria internazionale come paese ad alto rischio e non collaborativo; ii) abbia firmato un accordo con lo Stato membro di origine del gestore dell'ELTIF e con ogni altro Stato membro in cui è previsto che le quote o le azioni dell'ELTIF siano commercializzate, in modo da assicurare che il paese terzo rispetti pienamente le norme di cui all'articolo 26 del modello di convenzione fiscale sui redditi e sul patrimonio dell'OCSE e assicuri un efficace scambio di informazioni in materia fiscale, compresi eventuali accordi fiscali multilaterali.

In deroga al paragrafo 1, lettera a), del presente articolo, un'impresa di portafoglio ammissibile può essere un'impresa finanziaria che finanzia unicamente le imprese di portafoglio ammissibili di cui al paragrafo 1 del presente articolo o le attività reali di cui all'articolo 10, lettera e).

La disciplina, infatti, si presenta frammentata; a tratti più chiara, in altre occasioni leggibile soltanto “per differenza” rispetto a un regime di base, che non distingue espressamente tra PMI e altre imprese. E’ però abbastanza chiaro l’intento del legislatore, sia europeo, sia interno, di elaborare discipline particolari – soprattutto di *esenzione* – per favorire l’accesso delle PMI al mercato dei capitali; l’approccio è, tuttavia, casistico e particolaristico. Forse un po’ di ordine non guasterebbe, quantomeno sul piano del metodo, e della coerenza tra le varie discipline (ad esempio, in punto di identificazione della nozione di PMI). Forse, invece, di fronte ad un fenomeno complesso, la frammentazione è l’unica soluzione praticabile. Non ho voluto, infine, citare, in questa sede, un grande assente: il fisco. L’esperienza, anche recente (si pensi, ad esempio, al caso delle SIIQ), dimostra che, in assenza di stimoli fiscali significativi, la propensione delle imprese ad aprirsi al mercato del capitale di rischio resta debole, nonostante la presenza di regimi speciali. Ma questa è un’altra storia, e un altro Convegno.