



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Diritto Commerciale

***LE SOCIETA' PER AZIONI E LA QUOTAZIONE IN
BORSA:IL CASO BARILLA***

Prof. Raffaele

Lener

RELATORE

Martina

Cianciaruso

Matr. 242601

CANDIDATO

Anno Accademico 2020/2021

LE SOCIETA' PER AZIONI E LA QUOTAZIONE IN BORSA:IL CASO BARILLA

Sommario

<u>INTRODUZIONE</u>	<u>4</u>
<u>CAPITOLO 1: LE SOCIETA' PER AZIONI</u>	<u>5</u>
1.1 LO SVILUPPO DELLA DISCIPLINA: DAI PRIMORDI AD OGGI	5
1.2 DEFINIZIONI E CARATTERI GENERALI DELLE SOCIETÀ	8
1.3 LE SOCIETÀ PER AZIONI.....	10
1.4 LA COSTITUZIONE DELLE SOCIETÀ PER AZIONI	11
1.5 DEFINIZIONE DELLE AZIONI	12
1.5.1 GLI STRUMENTI FINANZIARI E OBBLIGAZIONI	14
1.6 I PATTI PARASOCIALI	15
1.7 GLI ORGANI DELLE SOCIETÀ PER AZIONI	16
1.7.1 L'ASSEMBLEA	16
1.7.2 L'AMMINISTRAZIONE O CONSIGLIO AMMINISTRATIVO	19
1.7.3 IL COLLEGIO SINDACALE.....	20
1.7.4 LA REVISIONE CONTABILE.....	21
<u>CAPITOLO 2: LE SOCIETA' PER AZIONI APERTE.....</u>	<u>22</u>
2.1 INTRODUZIONE ALLE SOCIETÀ PER AZIONI QUOTATE.	22
2.2 LA DEFINIZIONE DI SOCIETÀ PER AZIONI APERTE.....	22
2.3 L'EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA A SEGUITO DELLE RIFORME DEL DIRITTO SOCIETARIO	24
2.3.1 LE NOVITÀ INTRODOTTE DALLA RIFORMA DEL 2003.....	26
2.4 LA BORSA	26
2.4.1. IL FUNZIONAMENTO TECNICO DEL MERCATO BORSISTICO	28
2.4.2 LA REGOLAMENTAZIONE DEL MERCATO BORSISTICO	29
2.5 IL PROCESSO DI QUOTAZIONE	30
2.6 LE AUTORITÀ DI VIGILANZA DEL MERCATO.....	31
2.7 LE DIFFERENZE.....	33
2.7.1 LA RACCOLTA DI CAPITALE.....	34
2.7.2 IL LIVELLO DI RISCHIO.....	35
2.7.3 LA REGOLAMENTAZIONE: I PRINCIPI DI CORPORATE GOVERNANCE	35
2.7.4 LA PROPRIETÀ DIFFUSA	36
2.7.5 LE DIFFERENZE DEGLI ORGANI STRUTTURALI NELLE S.P.A QUOTATE.....	36
<u>CAPITOLO 3: L'ITALIA E LA QUOTAZIONE: IL GRUPPO BARILLA.</u>	<u>41</u>
3.1 LA QUOTAZIONE PER LE GRANDI IMPRESE ITALIANE.	41
3.2 LA SCARSA ATTITUDINE ALLA TRASPARENZA.....	42

3.3 LO SCARSO DIALOGO CON GLI INVESTITORI	43
3.4 GESTIONE AZIENDALE FAMILIARE	43
3.5 I COSTI DI QUOTAZIONE	44
3.6 LA STORIA DI BARILLA	44
3.7 LA SCELTA DI NON QUOTARSI	46
3.8 DELISTING	47
<u>CONCLUSIONI</u>	48
<u>BIBLIOGRAFIA</u>	49
<u>SITOGRAFIA:</u>	50

INTRODUZIONE

Alla base dello studio di questo lavoro vi è l'approfondimento di un aspetto molto dibattuto e critico del mondo delle società, la quotazione nei mercati regolamentati. Quest'ultima è un fenomeno sviluppatosi negli ultimi anni, soprattutto nei paesi Europei e in America. La quotazione è generalmente considerata come uno strumento di crescita e sviluppo per le società, in quanto apporta notevoli vantaggi, tra cui: la raccolta di capitale, senza il ricorso al capitale di debito; l'aumento della visibilità e credibilità della società; la crescita dimensionale e l'ampliamento dell'azionariato; etc. Questi e molti altri sono gli aspetti che generalmente invogliano le società a quotarsi sul mercato, ma esiste una faccia opposta della medaglia che invece allontana alcune società dall'idea che la quotazione sia un metodo efficace di crescita. Società italiane, come Ferrero e/o Barilla orma leader nei loro rispettivi settori, si sono difatti da sempre distaccate dal mercato finanziario. L'elaborato intende analizzare gli aspetti critici che la quotazione provoca, e che sono alla base della lontananza tra il mercato e numerose società italiane. In Italia principalmente, i valori aziendali e la gestione aziendale tendono verso un conservativismo e una tradizionalità che rende ostico intraprendere un processo di quotazione. Motivo per il quale il nostro paese si ritrova ad essere uno dei meno sviluppati, per quanto riguarda l'investimento sui mercati finanziari, rispetto agli altri paesi Europei. La tesi sarà strutturata in modo tale da introdurre come primo argomento il contesto storico nel quale si sono sviluppate le società, e di conseguenza l'evoluzione del ruolo che queste svolgono attualmente nell'economia, e di seguito la definizione attuale di Società per Azioni secondo il nostro ordinamento. Saranno delineate le caratteristiche strutturali del tipo societario in questione secondo riferimenti normativi che, in questa prima parte, saranno principalmente relativi agli articoli del Codice civile.

Successivamente si analizzeranno nello specifico le Società per Azioni aperte, suddivise in società quotate nei mercati regolamentati e società per azioni non quotate con azionariato diffuso in maniera rilevante. I riferimenti normativi comprenderanno, oltre agli articoli del Codice civile, anche e soprattutto normative secondarie, regolamenti e il T.U.F. Verranno evidenziate le differenze strutturali e politiche che distinguono le società per azioni aperte rispetto alle società per azioni chiuse. Verrà quindi messa in rilievo la particolarità, non sempre positiva, che rende le società per azione quotate un tipo alternativo delle società per azioni ordinarie. Infine, nell'ultima parte dello studio verrà analizzato il contesto societario italiano e i motivi prevalenti che, secondo determinate ricerche, sono alla base del rapporto ostico che intercorre tra Borsa e società italiane. Nello specifico verrà introdotta la storia della società Barilla S.p.A, e verrà analizzata la posizione che quest'ultima ha da sempre mantenuto verso la quotazione. L'attenzione sarà rivolta allo snaturamento del processo di quotazione, considerando i contro che pesano maggiormente per le società e che non consentono al settore industriale italiano di crescere.

CAPITOLO 1: LE SOCIETA' PER AZIONI.

1.1 Lo sviluppo della disciplina: dai primordi ad oggi.

Il diritto, nel senso giuridico del termine, può essere definito come l'insieme delle regole di condotta (anche dette norme) generali ed astratte che riguardano le azioni umane dei soggetti di una determinata collettività e che mantengono l'ordine sociale.¹ A tal proposito è bene porre una definizione dei valori tutelati dall'ordinamento, intesi come: tutti quei principi che definiscono l'uomo in quanto persona fisica e persona giuridica, passando dai diritti inviolabili fino al riconoscimento della proprietà privata e alla tutela della libertà di iniziativa economica. Quest'ultimo valore è alla base del benessere collettivo, poiché tramite l'attività di impresa avviene il soddisfacimento dei bisogni materiali della società. È divenuto quindi necessario nel corso del tempo disciplinare i comportamenti concorrenziali anche in ambito economico col fine di creare un sistema di economia libera che portasse allo sviluppo e alla crescita sociale, ed allo stesso tempo favorisse l'incremento degli scambi tutelando la propensione al credito. L'idea di società nasce in Italia nei mercati nel Medioevo; perciò, il diritto societario si rifà al diritto romano nel quale la *societas* era un contratto che disciplinava solo i rapporti tra i soci.²

Nonostante ciò, nell'attuale ordinamento, e secondo una suddivisione di criterio accademico, il diritto societario è una branca del diritto commerciale.³ Sappiamo però che ha assunto rilevanza quasi al pari della materia principale, soprattutto per tutte le professioni legali e per gli aziendalisti. La prima forma societaria risale quindi alla mercatura, ovvero l'attività dei mercanti inizialmente finalizzata solo all'intermediazione sul mercato della circolazione dei beni e successivamente dedicata anche alla produzione degli stessi. Con l'associazione dei mercanti per l'esercizio della mercatura si sviluppò anche la responsabilità solidale di tutti i membri della compagnia. Lo sviluppo dell'istituto della commenda, ovvero un contratto di finanziamento d'un determinato affare o una serie di affari finanziava l'attività di mercatura assumendosi in maniera paritaria con il mercato sia il rischio sia il guadagno, e l'avvento del Medioevo e delle relative scoperte verso oriente si sviluppò il commercio marittimo che portò inevitabilmente ad un ampliamento del rischio legato all'attività di mercatura. A tal fine si è ritenuto necessario elaborare istituti per ripartire tale rischio tra più soggetti, i principali sono le assicurazioni e le carature (ovvero la prassi di suddividere la proprietà delle navi in ben ventiquattro parti). Quest'ultime possiamo definirle in maniera grossolana le antenate delle azioni, che vennero poi diffuse tramite le società anonime necessarie per raccogliere capitale tra una pluralità di soggetti disposti a rischiare. Nel corso del XII secolo vennero fondate celebri compagnie anonime in Europa, cioè società alle quali era riconosciuto il diritto di agire

¹ "Cos'è il diritto" <https://www.notaio-busani.it/it-IT/il-diritto.aspx>

² "Introduzione" Manuale di diritto commerciale, Gin Franco Campobasso

³ "Le società, Tomo I", Alberto Stagno D'Alcontres e Nicola De Luca

in nome proprio per mezzo di mandatari con il privilegio di commerciare in regime di monopolio con una determinata colonia, di cui la prima che ricordiamo è la compagnia britannica delle Indie Orientali. A quest'ultima si deve l'attribuzione del diritto di voto agli azionisti, in quanto all'epoca alla raccolta di capitale non partecipava la Corona ma si limitava a prendere in considerazione solo mercanti e aristocratici.

Con la crescita di questo sistema mercantile, perciò con la possibilità di utilizzare capitale di terzi per praticare l'attività di mercatura tramite il collocamento delle azioni, si venne a creare un mercato secondario e di conseguenza la prima borsa di commercio nella quale venivano trattati i cambi, i titoli di debito pubblico e le azioni delle compagnie coloniali. Le caratteristiche di tale istituto sono rimaste costanti nel tempo: la concentrazione degli scambi, le operazioni fisse a premio etc. L'aumento continuo e costante diffusione di strumenti come le azioni e del loro relativo prezzo fu necessario per rilevare anche i contro che tale metodo comporta, ricordiamo infatti che a seguito dello scoppio della bolla speculativa inglese nel 1720 venne approvata una nuova legge *Bubble Act*, nella quale la costituzione di una società per azioni era subordinata a una concessione della Corona o del Parlamento.⁴

Successivamente fu con la rivoluzione industriale che le compagnie anonime presero la forma di società e furono necessarie per favorire l'economia nazionale (ad esempio in Francia, post Rivoluzione francese).

Questo è però il quadro europeo, in Italia invece?

Ovviamente parliamo di un'Italia preunitaria, nella quale però l'istituto della società anonima non è praticamente mai stata valorizzata e sfruttata per sviluppare l'economia commerciale, se non fino alla contaminazione con altri paesi europei e principalmente tale istituzione in Italia si deve alle occupazioni asburgiche e napoleoniche. In maniera definitiva fu dopo l'unificazione che l'Italia volse verso un periodo di industrializzazione nel quale nacquero le prime vere imprese industriali in forma anonima e alcune banche.

Nel XX secolo l'ascesa del sistema societario così formatosi in Europa e in Italia subì una brusca frenata a causa della Prima Guerra Mondiale, della grande depressione che ne seguì e dal crollo della borsa di New York nel '29. Per ristabilire un equilibrio dopo la scossa destabilizzante di tali eventi venne adottata una politica di nazionalizzazione dell'industria che proseguì fino alla Seconda Guerra Mondiale, anche con la costituzione di aziende speciali quali la IRI, probabilmente quella di maggior rilievo fra le altre poiché dedita alla ricostruzione industriale e fondamentale nel periodo di ripresa dell'economia italiana, l'ENI e la INA. Lo sviluppo esponenziale, soprattutto grazie agli interventi di tali organizzazioni pubbliche e del basso costo del lavoro dovuto alla disoccupazione, degli anni '50-'60 si

⁴ "Le società, Tomo I", Alberto Stagno D'Alcontres e Nicola De Luca

arrestò di colpo a partire dall' azione studentesca e sindacale a fine anni Sessanta e i due shock petroliferi a fine anni Settanta, fino allo stagnamento della crescita degli anni Ottanta. Per far fronte a tale problema si è attuata una privatizzazione generale della maggior parte degli enti pubblici italiani, tramite il dl. 5-12-1991 n.386 secondo un iter ben definito che constava di due fasi: una prima privatizzazione formale, nella quale tutti gli enti avrebbero assunto la forma di società per azioni per valorizzare le strutture produttive, e una seconda privatizzazione sostanziale, che prevedeva il collocamento delle azioni sul mercato col fine di risanare la spesa pubblica. Quest'ultima fase prevedeva anche la possibilità per lo Stato di mantenere il controllo o comunque un pacchetto azionario di rilievo, secondo una necessità di tutela dell'economia nazionale.⁵

Diverso fu il percorso destinato alle banche che invece vennero scisse in due membri, le fondazioni bancarie e le società per azioni bancarie. E dopo qualche anno tale processo riguardò anche gli enti pubblici locali, d.lgs. 18-08-2000, n. 267; e già art. 17, l. 15-05-1997, n. 127, per i quali si prevedeva inoltre la possibilità per gli stessi di trasformare le aziende speciali in società di capitali rimanendone soci per un massimo di due anni dopo la trasformazione.

La diffusione dei modelli societari, intesi come enti creati da ordinamento giuridico e disciplinati in maniera diversa dalle legislazioni nazionali di ogni Paese e che conosciamo oggi, sono il risultato di un percorso di uniformazione degli usi commerciali e di codificazione degli stessi. È infatti il *Code Savary* il primo atto che è riuscito a unificare il diritto commerciale, anche prima del diritto civile. Per un vero e proprio codice di norme si è dovuto aspettare l'epoca napoleonica e il *Code de Commerce* del 1807, in cui venivano trattate le società in accomandita semplice e le società anonime, e il *Code Civil* del 1804, in cui si disciplinavano le società civili o generali. In Italia i contenuti di entrambi gli atti sono stati recepiti nel Codice civile e di commercio post Unità d'Italia nel 1865. Successivamente ci fu una rivisitazione delle normative che portò nel 1882 a un nuovo e innovativo codice di commercio, in quanto con quest'ultimo si superò il sistema concessorio e si introdusse quello normativo. L'unione di diritto commerciale e diritto civile si ebbe solamente nel 1942, con l'istituzione del Codice civile come attualmente lo conosciamo. Con quest'ultimo vengono introdotte al fianco delle persone fisiche, anche e soprattutto le persone giuridiche private e le società (le prime per attività a scopo ideale e le seconde per le attività a scopo economico). Tale codice dettava inoltre le medesime normative per tutte le società per azioni, sia quotate che non quotate, rendendo col passare del tempo necessaria una legislazione specifica e un'autorità di controllo verso le società quotate. Infatti, tramite la cd "miniriforma delle società", si ebbe l'emanazione della legge n.216 del 07-06-1974 nella quale si costituiva la

⁵ "Le società, Tomo I", Alberto Stagno D'Alcontres e Nicola De Luca

Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa). Si susseguirono poi molteplici atti, sia dal Governo che in seguito dalla Comunità Europea, disposti per regolamentare e unificare la disciplina riguardo le società quotate. In particolare, ricordiamo, tutt'ora fonte di regolazione principale, il d.lgs. 24 febbraio 1998 anche conosciuto come T.U.F.

La disciplina delle società non quotate è stata riformata nella legge delega del 3 ottobre 2001 n.366, necessaria per superare la rigida suddivisione precedente ed offrire una vastità di modelli organizzativi, mentre la disciplina delle società per azioni quotate non fu definita fino al decreto legislativo n.6 del 17 gennaio 2003. Quest'ultimo ha modificato anche una parte delle norme che fanno parte della sezione del Codice civile dedicata alle società, principalmente gli aspetti modificati riguardano la costituzione delle società e la sua organizzazione, i titoli azionari e le varie forme di controllo.

1.2 Definizioni e caratteri generali delle Società

Ai sensi dell'*art.2247* del Codice civile con il termine "società" si fa riferimento a un negozio consensuale utilizzato dall'imprenditore al fine di organizzare l'attività di impresa, definendo i requisiti essenziali quali: i conferimenti, l'esercizio di un'attività economica e lo scopo lucrativo. Il motivo per cui tale evidenza viene ricalcata nel primo articolo dedicato alle società è porre sin da subito il discrimen tra società a scopo lucrativo e cooperative e società con scopo mutualistico. È infatti questa una prima distinzione che aggrega i vari tipi di società nel nostro ordinamento, il quale prevede ben otto modelli societari: società semplice, società in nome collettivo, società in accomandita semplice, società per azioni, società in accomandita per azioni, società a responsabilità limitata, società cooperative e mutue assicuratrici. Esistono altri criteri che suddividono le società, come la natura dell'attività esercitabile (in questo caso le società semplici sono utilizzabili solo per l'esercizio di attività non commerciale, mentre le società lucrative possono esercitare sia attività commerciale sia non commerciale) o la dotazione di personalità giuridica (creando la distinzione tra società di capitali, le quali godono di personalità giuridica, e società di persone, che ne sono invece prive).

Il primo carattere distintivo sono quindi i conferimenti, per cui si intendono le prestazioni che le parti del contratto di obbligano; sono necessari per dotare la società di un capitale iniziale di rischio per lo svolgimento dell'attività. Ai sensi *dell'art. 2253* il socio è obbligato ad effettuare tali conferimenti indicati nel contratto di società, che essi siano in denaro o in beni o in servizi.

Tali conferimenti sono, nel caso in cui fossero erogati come beni o servizi, suscettibili di valutazione economica e tale valutazione in denaro corrisponde al capitale sociale nominale.

Codesto rimane immutato nel corso di vita dell'azienda, a meno che non si decida di modificarlo tramite modifica dell'atto costitutivo della società stessa, e ha due funzioni principali: la prima è di tipo vincolistica, poiché impegna i soci a mantenere quel valore dei conferimenti per tutto il tempo di vita della società; la seconda funzione è più che altro organizzativa, poiché tramite il bilancio d'esercizio e l'utilizzo del capitale sociale come termine di riferimento è possibile per i soci accertare i risultati della società e quindi gli utili o le perdite.

È importante comunque distinguere la nozione di capitale sociale nominale dalla nozione di patrimonio sociale, nel quale invece vengono compresi tutti i rapporti giuridici attivi e passivi attribuiti in capo alla società e che costituisce la prima forma di garanzia per i creditori della stessa.

Il secondo tratto distintivo delle società è lo scopo-mezzo del contratto sociale e l'oggetto che viene deciso nel contratto stesso, i quali definiscono l'attività che i soci si propongono di svolgere. L'unico obbligo previsto in questo caso è che tale attività sia a contenuto patrimoniale, condotta con metodo economico e finalizzata allo scambio di beni o servizi. Ai sensi dell'*art. 2248* nel caso in cui l'organizzazione abbia come fine il semplice godimento dei beni conferiti la disciplina di riferimento riguarda il titolo VII del libro III del Codice civile, ovvero la comunione, e non le norme societarie. Sono comunque accettate nel nostro ordinamento le società che conciliano l'attività economica con quella di mero godimento. Infine, il terzo elemento essenziale che deve essere specificato nel contratto di società è lo scopo-fine della stessa. A tal proposito il nostro ordinamento definisce una specifica categorizzazione tra: società a scopo lucrativo, ovvero società di persone e società di capitali, in cui l'obiettivo è quello di produrre utili e poi ripartirli tra i soci; società a scopo mutualistico, cioè società cooperative, nelle quali l'obiettivo è invece quello di offrire ai soci beni o servizi o occasioni di lavoro a condizioni più vantaggiose rispetto a quelle presenti sul mercato; società a scopo consortile, cioè società consortili, il quale consiste nel creare un vantaggio ai soci in termini di risparmio nei costi di produzione o di aumento dei prezzi di vendita delle rispettive imprese.

Di questi tre tipi di società che vengono distinte rimane un tratto comune a tutte ovvero l'operatività secondo un metodo economico e la realizzazione di un risultato economico a favore esclusivo dei soci.

Negli articoli a seguire si elencano poi i doveri che chi decide di svolgere un'attività economica deve rispettare: la scelta obbligatoria di un tipo di società tra quelli previsti dall'ordinamento per poter eseguire l'attività commerciale (*art. 2249*) o l'iscrizione altrettanto obbligatoria nel registro delle imprese (*art. 2195*) o ancora il modus operandi che rende validi i conferimenti nel momento della costituzione (*art. 2342*).

1.3 Le Società per Azioni

Il Capo V, Sezione I del Codice Civile definisce i caratteri distintivi delle società per azioni, prima fra tutte quella esposta all'*art.2325*: "*Nelle società per azioni per le obbligazioni sociali risponde soltanto la società col suo patrimonio*". Con tale dicitura si intende evidenziare uno dei tratti maggiormente riconoscibili delle società di capitali ovvero la responsabilità limitata dei soci. Come sappiamo infatti quest'ultimi eseguono solo il conferimento determinato nel contratto sociale per cui sia la responsabilità degli stessi è limitata al valore di tale conferimento, sia il rischio di perdere il proprio capitale è legato al solo valore di tale bene. A questo concetto si lega in maniera indissolubile un altro principio delle società di capitali, ovvero la perfetta autonomia patrimoniale: le società per azioni sono identificate come persone giuridiche e in quanto tali vengono formalmente distinte dai soci, ai quali è conferita una responsabilità sussidiaria che sorge solo in caso di insolvenza della società stessa. Perciò i creditori possono far affidamento solamente sul patrimonio sociale per soddisfarsi. Tale responsabilità limitata dei soci viene bilanciata da una struttura corporativa delle società per azioni, intesa come struttura formata da tre organi ben distinti: gli amministratori, il collegio sindacale e l'assemblea. Quest'ultima segue un principio maggioritario, secondo il quale maggior potere viene attribuito agli amministratori che posseggono una maggioranza del capitale azionario e perciò detengono un maggior rischio.

L'*art.2325-bis* introduce poi la principale distinzione effettuata dal nostro ordinamento tra società per azioni chiuse e società per azioni aperte, ovvero quotate in mercati regolamentati. A tal proposito per rendere maggiormente sicuro l'investimento per i terzi, il nostro ordinamento ha disposto uno statuto speciale per le società che fanno ricorso al capitale di rischio suddividendo le norme ulteriormente per le società per azioni quotate sui mercati regolamentati e le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, i cui parametri per quest'ultime sono dettati dalla deliberazione n.14372/2003 della Consob di cui parleremo in seguito.

Un secondo elemento essenziale che differenzia le società per azioni dagli altri tipi di società del nostro ordinamento è che le quote di partecipazione dei soci sono rappresentate da azioni. Il modello delle società per azioni è quello maggiormente utilizzato attualmente nel panorama italiano, a prescindere che avvenga o meno la quotazione sui mercati regolamentati, poiché è la forma scelta dalla maggior parte delle imprese di media e grande dimensione sia pubbliche che private. È facilmente comprensibile il perché di tale diffusione: infatti, grazie alla limitazione del rischio individuale dei soci e alla possibilità di pronta mobilitazione del capitale, viene favorita la raccolta di capitale di rischio. Soprattutto quest'ultima iniziativa rende possibile la partecipazione sia di soci cosiddetti azionisti imprenditori, poiché animati da spirito imprenditoriale, sia da soci cosiddetti azionisti risparmiatori, poiché animati dal solo intento di investire il proprio risparmio.

A seguito della riforma normativa entrata in vigore definitivamente nel 2004, alle società per azioni si è permesso di ricorrere all'emissione di strumenti finanziari a piacere della società stessa eliminando il limite che prevedeva la scelta fra azioni e obbligazioni.

Inoltre, si è inclusa la possibilità di costituire una società per azioni anche tramite atto unilaterale, a condizione che il capitale venga interamente versato al momento stesso della costituzione.

1.4 La costituzione delle Società per Azioni

Il procedimento della costituzione di una società per azioni possiamo definirlo una fattispecie a formazione progressiva, dettagliatamente affrontata dal nostro ordinamento.

È l'*art.2326* il primo articolo a delineare la condicio sine qua non affinché tale costituzione sia valida e cioè: *“la denominazione sociale, in qualsiasi modo formata deve contenere l'indicazione di società per azione”*. Non è richiesto il nome di un socio o non si deve necessariamente fare riferimento al tipo di attività che viene svolta, per tale motivo le spa venivano definite precedentemente “società anonime”. La denominazione sociale è tutelata, come sappiamo dall'*art.2567*, esattamente come la ditta in caso di omonimia tra società.

A seguire l'*art.2327*, modificato in ultima data nel 2014, impone il livello del capitale minimo necessario per la costituzione di una spa a un valore pari a cinquantamila euro. Tale soglia deve essere mantenuta durante l'intera vita della società, pena in caso contrario è lo scioglimento della stessa. È poi necessario definire la stipulazione dell'atto costitutivo, il legislatore impone all'*art.2328* che la società può essere costituita per contratto o, dopo la riforma del 2004, anche per atto unilaterale e che quest'ultimo deve essere redatto come atto pubblico, a pena di nullità. E' necessario che l'atto costitutivo contenga: le generalità dei soci, nonché il numero delle azioni detenute da ciascuno di essi, la denominazione, la sede principale e le sedi eventualmente secondarie della società, l'attività che costituisce l'oggetto sociale, l'ammontare del capitale sottoscritto e in relazione a questo l'ammontare di capitale versato, il metodo di emissione e di circolazione delle azioni, il valore dei crediti e dei beni conferiti in natura, il metodo adottato per la ripartizione degli utili tra i soci, il sistema di amministrazione adottato, il numero degli amministratori e dei componenti del collegio sindacale, l'importo delle spese complessive per la costituzione della società e infine la durata della società stessa.

Infine, lo stesso articolo nell'ultimo comma impone che l'atto costitutivo è in maggior parte formato dalle norme dello statuto, e in caso di contrasto fra i due vengono applicate le ultime. Per definizioni questi sono comunque due documenti con funzione diversa; infatti, l'atto costitutivo è quasi definibile una carta d'identità della società (che perciò comprende tutte le informazioni essenziali) mentre lo statuto è più identificabile come l'insieme delle norme di funzionamento della società stessa.

L'*art.2329* chiarisce di seguito le condizioni minime per la costituzione delle spa, quali: la sottoscrizione per intero del capitale, il rispetto delle condizioni imposte per i conferimenti e delle altre leggi speciali in ambito di costituzione delle spa. Queste condizioni sono necessarie affinché venga attribuita alla società una personalità giuridica, cosa che può succedere solo se avviene in maniera contestuale e legittima l'iscrizione nel registro delle imprese. L'iscrizione in questione, ai sensi dell'*art.2330*, avviene contestualmente al deposito da parte del notaio (a seguito dell'accertamento della conformità dell'atto medesimo alla legge) dell'atto costitutivo della società e solo dopo l'attestazione della regolarità della documentazione. Nell'*art.2331* formalizza l'efficacia costitutiva dell'iscrizione della società nel registro delle imprese, se entro novanta giorni dalla stipulazione dell'atto costitutivo tale iscrizione non avviene le autorizzazioni vengono restituite i sottoscrittori e l'atto perde efficacia. Inoltre, è importante specificare, come avviene nell'*art.2333*, che prima dell'iscrizione non è possibile emettere azioni e per tanto queste non possono essere offerte al pubblico come prodotti finanziari. Questa norma è importante ed ha carattere sanzionatorio proprio per scoraggiare chiunque ad adottare un comportamento non conforme alle leggi. La sanzione in questione è l'imputabilità e quindi la responsabilità illimitata che ricade su colui che compie operazioni in nome della società a favore della tutela dei terzi ex ante l'iscrizione.

1.5 Definizione delle azioni

Per definizione le azioni sono le quote di partecipazione dei soci nella società per azioni. (*art. 2346*) Con il termine "azione" ci si può riferire sia alla partecipazione sia al documento cartaceo che incorpora la posizione del socio. Nel secondo caso si parlerà di "titolo azionario", che ha la stessa natura dei titoli di credito ma si differenzia da quest'ultimi poiché l'azione incorpora una situazione giuridica complessa mentre gli altri incorporano solo un singolo diritto di credito. È infatti importante sottolineare che le azioni determinano la misura dei diritti, sia patrimoniali che amministrativi, che il socio ha verso e nella la società.

È però prevista dall'ordinamento la possibilità che le società non emetta materialmente le azioni, ma che venga creato un sistema di registrazioni contabili che consente la circolazione di azioni dematerializzate. La dematerializzazione è obbligatoria per le società che fanno appello al pubblico risparmio mentre per le altre s.p.a è facoltativa.

Inoltre, nell'art. in questione è definito poi il valore attribuito a ogni socio dalle azioni: "a ciascun socio è assegnato un numero di azioni pari alla parte del capitale sociale sottoscritta e per un valore non superiore a quello del suo conferimento", secondo il principio di proporzionalità.

La norma citata fa riferimento però al valore nominale dell'azione, il quale corrisponde a una frazione del capitale sociale ed è determinato dallo statuto, ed è dato dal rapporto tra il valore del capitale sociale e il numero delle azioni. Non esiste però solo questa accezione, infatti è proprio di ogni azione anche: il valore di emissione, cioè quello al quale le azioni vengono sottoscritte nel momento di costituzione della società; il valore di bilancio, il quale si ottiene dividendo il patrimonio netto per il numero delle azioni in circolazione; il valore di mercato, ovvero il prezzo di scambio delle azioni sul mercato. Quest'ultimo indicatore per le società quotate nei mercati regolamentati corrisponde al valore di quotazione.

Gli articoli successivi, *art.2347 - 2348*, introducono le due caratteristiche essenziali delle azioni, ovvero: l'indivisibilità e l'uguaglianza delle stesse. Le azioni sono sia personali, e perciò nel caso di comproprietà è previsto la nomina di un rappresentante comune fra i soci che possa esercitare i diritti derivanti dall'azione, ma sono anche e soprattutto partecipazioni omogenee e standardizzate che attribuiscono a ciascun socio i medesimi diritti, sia patrimoniali sia amministrativi.

Il legislatore definisce poi le caratteristiche dei diritti attribuiti dalle azioni, iniziando da quelli di natura patrimoniale per i quali: "ogni azione attribuisce il diritto a una parte proporzionale degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione". L'art.2350, appena citato, enuncia il principio di autonomia statutaria indicando la categoria delle azioni privilegiate, e implicitamente ribadisce il divieto del patto leonino già espresso nell'art.2265, per il quale non è possibile che il privilegio sia formulato in modo da escludere le azioni ordinarie dalla partecipazione agli utili. Assunta questa come condizione imprescindibile, le remunerazioni derivanti dai diritti patrimoniali possono assumere diverse forme tra cui: la ripartizione degli utili, in senso stretto o tramite azioni di priorità, oppure il rimborso del capitale in sede di liquidazione oppure ancora tramite privilegi patrimoniali di natura diversi o correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore.

Per quanto riguarda i diritti di natura amministrativa invece la norma di riferimento è l'art.2351, il quale si occupa del principale diritto tra quelli amministrativi ovvero il diritto di voto in assemblea: "*Ogni azione attribuisce il diritto di voto. Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Il valore di tali azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale.*" Il quarto comma di tale articolo inoltre menziona in particolare la creazione di azioni con diritto di voto plurimo, questa

possibilità è in realtà recente ed è stata introdotta nel 2014 per favorire tutti gli azionisti che ricorrono a capitale eterno e non vogliono perdere il controllo della società.

Le categorie di azioni previste dal nostro ordinamento sono poi molteplici, e per la maggior parte già enunciate negli articoli precedenti come ad esempio le azioni correlate, i cui diritti patrimoniali di tale categoria sono correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore, o le azioni di godimento, cioè azioni attribuite ai possessori delle azioni rimborsate in occasione di una riduzione reale del capitale attuata mediante rimborso del valore nominale delle azioni e prive di voto in assemblea, o ancora le azioni ai dipendenti, o meglio azioni a favore dei prestatori di lavoro (*art.2349*) con lo scopo di coinvolgere i dipendenti nella gestione della società quasi attribuendogli la nomina di soci. Riguardo le azioni l'ordinamento prevede anche delle limitazioni, in modo tale da tutelare il valore della garanzia costituita da partecipazioni al capitale ponendo l'esigenza del creditore al di sopra di quella del socio; tali vincoli sono ai sensi dell'*art.2353*: pegno, usufrutto e sequestro delle azioni. Come nell'articolo stesso è definito, in caso di pegno o usufrutto sulle azioni il diritto di voto spetta al creditore pignoratorio o all'usufruttuario mentre in caso di sequestro il diritto di voto è esercitato dal custode.

1.5.1 Gli strumenti finanziari e obbligazioni

A seguito della riforma del 2003 è stata introdotta dall'ordinamento la possibilità di emettere strumenti finanziari diversi dalle solite azioni.⁶ È l'*art.2346* la norma di riferimento, che nonostante introduca tale possibilità rimanda le tecniche e modalità di emissione specifiche allo statuto della società stessa. Come enunciato dall'ordinamento gli strumenti finanziari partecipativi rispecchiano l'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, e da qui si definisce la prima differenza fra questi e le azioni ovvero: l'imputazione a capitale sociale. Per quanto riguarda le azioni queste sono rappresentazione di conferimenti di beni costitutivi del capitale sociale e come tali sono immobilizzate, mentre gli strumenti finanziari sono emessi in cambio di una somma di denaro o una prestazione d'opera o servizio senza che questo sia imputato a capitale sociale. I diritti patrimoniali di tali strumenti consistono in una retribuzione a scadenze fisse o alla partecipazione agli utili, mentre i diritti amministrativi possono prevedere l'adesione all'assemblea con diritto di voto su determinati argomenti. Viene previsto poi dall'ordinamento anche la possibilità per la società di emettere obbligazioni, intese come un cd "pagherò" della società stessa, solo sotto delibera degli

⁶ La riforma del diritto societario", Paola Balzarini

https://www.mondadorieducation.it/risorse/media/secondaria_secondo/strumenti/strumenti_30/pp_03_09.pdf

amministratori ed a seguito della sottoscrizione di un verbale da parte del notaio nel registro delle imprese. Le obbligazioni sono identificate come documenti che rappresentano un credito nei confronti di una società per azioni, e costituiscono un buon metodo utilizzato dalle società per raccogliere capitale di rischio tra il pubblico posticipando il momento di remunerazione a una scadenza medio-lunga predeterminata. È possibile che venga poi subordinata la remunerazione degli obbligazionisti rispetto a quella di altri creditori della società, in base all'andamento della società.

Il legislatore impone sull'emissione delle obbligazioni una limitazione importante per mantenere sempre proporzionale il valore del capitale proprio della società e l'ammontare di capitale finanziario. Il primo fra tutti riguarda il valore, il quale non può eccedere il doppio del capitale sociale e sono i sindaci le figure tenute a vigilare il rispetto di tale limitazione. Sono contemplate delle eccezioni, elencate all'*art.2412*. Per ribadire l'importanza che la garanzia dei creditori ricopre nel nostro ordinamento è garantita agli obbligazionisti la possibilità di costituire un'assemblea degli obbligazionisti e, inoltre, l'ordinamento stesso ai sensi dell'*art.2415* definisce i temi sui quali questa può deliberare. Gli obbligazionisti sono poi maggiormente tutelati dalla figura del rappresentante degli obbligazionisti, il quale eletto dall'assemblea o nominato con decreto dal tribunale assume funzioni di rilievo nel tutelare gli interessi comuni degli obbligazionisti, ad esempio assistendo all'assemblea dei soci. È prevista una disciplina autonoma per una determinata categoria di obbligazioni, cd. obbligazioni convertibili, il cui contratto prevede a un determinato momento temporale il mutamento del rapporto obbligazionario in un rapporto azionario. L'emissione di questa tipologia di obbligazione scaturisce dalla decisione dell'assemblea straordinaria, ed è generalmente possibile solo quando il capitale sociale viene versato interamente al momento della costituzione.

1.6 I Patti parasociali

Ai sensi dell'*art.2341 bis* del Codice Civile, i patti parasociali sono accordi atipici tra soci o tra soci e terzi, stipulati al di fuori dell'atto costitutivo (per questo definiti "para"), in forza del quale gli stessi si impegnano ad eseguire prestazioni a beneficio della società o nella società stessa. Hanno ad oggetto la regolamentazione di interessi individuali dei soci collegati al contratto sociale. Hanno natura di contratti plurilaterali e sono appunto collegati unilateralmente al contratto sociale, quest'ultimo può quindi influenzarli. Sono obbligatori, perciò il caso di mancata prestazione è possibile richiedere il risarcimento danni nei confronti dei soci impegnati. L'articolo individua tre tipi di patti parasociali:

- i sindacati di voto, nei quali i soci concordano preventivamente il modo in cui voteranno in assemblea. La finalità di questo patto ha la funzione di dare stabilità alla società se tale

accordo avviene tra soci di maggioranza, altrimenti se stipulato tra soci di minoranza è un incentivo alla difesa degli interessi comuni degli stessi;

- i sindacati di blocco, nei quali i soci si obbligano a non vendere le proprie azioni per un determinato periodo di tempo o a subordinarne il trasferimento agli altri soci della società stessa. Il fine di tali accordi è evitare l'ingresso nella società di soggetti terzi non graditi;
- i sindacati di controllo, nei quali principalmente i soci di minoranza si accordano su determinati modi di esercitare la propria influenza sulla società.

La durata dei patti parasociali è decisa nel momento di stipulazione del contratto e può essere determinata, cioè non superiore a cinque anni, o indeterminata, in tal caso ciascun socio può recedere con un preavviso di 180 giorni.

1.7 Gli organi delle Società per Azioni

Per quanto riguarda la struttura di una spa invece, al momento della costituzione la scelta è rimandata ai soci stessi i quali dovranno decidere su che tipo di asset impostare il proprio scheletro organizzativo tra: il modello tradizionale, il sistema dualistico e il sistema monistico.⁷ In ordine il primo, ovvero il sistema tradizionale, era l'unico contemplato dall'ordinamento prima che venisse introdotta la riforma normativa del 2003 ed è anche quello che attualmente entra in vigore nel caso in cui i soci non specifichino diversamente; comprende l'istituzione di ben tre organi: l'assemblea con funzioni deliberative, l'organo amministrativo con funzione gestorie e il collegio sindacale con funzioni di controllo sull'amministrazione.

1.7.1 L'Assemblea

Originariamente il punto di controllo della società, e a seguito della riforma del 2003 leggermente depotenziata, l'assemblea raggruppa tutti i soci della s.p.a, piccoli o grandi che siano, e li porta a confrontarsi e a votare sulle decisioni della società stessa. È un organo collegiale con funzione deliberativa, le cui decisioni riguardano esclusivamente quelle di

⁷ La riforma del diritto societario”, Paola Balzarini

https://www.mondadorieducation.it/risorse/media/secondaria_secondo/strumenti/strumenti_30/pp_03_09.pdf

maggior rilievo della vita sociale e nella quale i soci hanno diritto di voto ma non hanno alcun potere di amministrazione e controllo. Primo requisito di regolarità per la costituzione dell'assemblea è la convocazione e il luogo della stessa, infatti ai sensi dell'*art.2363* sappiamo che *“L'assemblea è convocata nel comune dove ha sede la società”*. Per sede viene intesa la sede legale della società. Questa deve essere convocata almeno una volta all'anno entro il termine determinato nello statuto, ma comunque non superiore a centoventi giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale. È possibile da quanto appena detto, desumere una prima situazione in cui la convocazione assembleare è obbligatoria, cioè prevista dall'ordinamento almeno una volta l'anno, ma non è l'unica. A questa si aggiunge il caso nel quale a domandarlo direttamente agli amministratori sono i soci, rappresentativi almeno di un decimo del capitale sociale per tutte le spa fuorché per le società per azioni che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. Per quest'ultime è necessario che i soci rappresentino un ventesimo del capitale sociale della società.

Inoltre, il c.c. individua l'assemblea come ordinaria o straordinaria, il metodo di qualificazione in un modo piuttosto che in un altro ottempera alle materie oggetto di deliberazione. La norma di riferimento che assegna le competenze relative all'assemblea ordinaria è l'*art.2364*, per le società senza consiglio di sorveglianza, e l'*art.2364 bis* per le società con consiglio di sorveglianza. Le materie di competenza sono, in riferimento agli articoli appena citati: l'approvazione del bilancio; nomina e revoca degli amministratori, dei sindaci e del presidente del collegio sindacale e del soggetto predisposto al controllo contabile; la determinazione del compenso degli amministratori dei sindaci ove non stabilito statutariamente; la deliberazione in merito alla responsabilità dei sindaci e degli amministratori; l'approvazione del regolamento dei lavori assembleari; la deliberazione delle autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento di atti degli amministratori, ferma la responsabilità del compimento degli atti da parte di quest'ultimi e infine la deliberazione su qualsiasi altro oggetto attribuito dalla legge alla sua competenza. Per l'assemblea straordinaria invece si fa riferimento all'*art.2365*. Sempre in riferimento a tale articolo, le materie di competenza sono: le modificazioni dello statuto; la nomina e/o sostituzione dei liquidatori ed ogni altra materia attribuita dalla legge alla sua competenza. È possibile che lo statuto attribuisca all'organo amministrativo specifiche materie riservate a questo tipo di assemblea, quali: la fusione tra società controllante e controllate (ai sensi dell'*art.2505 e 2505 bis*); l'indicazione degli amministratori con rappresentanza; l'istituzione o soppressione di sedi secondarie; il trasferimento della sede sociale nel territorio nazionale; la riduzione del capitale in caso di recesso e l'armonizzazione dello statuto rispetto a disposizione normative.

A riguardo il legislatore fissa anche due diversi valori dei quorum costitutivi e deliberativi necessari per costituire regolarmente l'assemblea. Nel caso di un'assemblea ordinaria il

quorum costitutivo necessario corrisponde a metà del capitale sociale mentre per deliberare è necessaria la maggioranza assoluta; nel caso di un'assemblea straordinaria non viene specificato esattamente il valore del quorum costitutivo, ma si può desumere da quello deliberativo, i quali corrispondono a metà del capitale sociale. Queste specificità riguardano la prima convocazione, in caso di seconda convocazione invece i quorum necessari variano: per un'assemblea ordinaria non esiste un valore minimo del quorum costitutivo mentre per il quorum deliberativo consiste nella maggioranza delle azioni che hanno preso parte all'assemblea; per un'assemblea straordinaria il quorum costitutivo corrisponde a più di un terzo del capitale sociale, mentre il quorum deliberativo è rappresentato da almeno due terzi del capitale rappresentato in assemblea. È possibile che vengano disposte convocazioni successive alla seconda, ma le soglie richieste fanno riferimento alla seconda convocazione. Il requisito genericamente essenziale per prendere parte e intervenire nell'assemblea è il diritto di voto, nello specifico però i requisiti possono variare a seconda che si tratti di società le cui azioni sono in gestione accentrata semplice o dematerializzata oppure che si tratti di società chiuse, ad azionariato diffuso o quotate. Vengono previste dal legislatore, a seguito della riforma del 2003, diverse situazioni nelle quali è possibile che il socio non sia presente fisicamente al momento della convocazione ma che possa allo stesso tempo intervenire direttamente o in altri casi indirettamente. In riferimento alla prima situazione si parla di partecipazione in absentia, mentre nella seconda ipotesi si tratta di partecipazione tramite rappresentante e perciò delega. Il concetto di delega, necessario per coinvolgere il socio nella vita sociale, è ad oggi presentato in quattro diverse possibilità: la delega "occasionale" o di diritto comune, la delega gestoria, la delega sollecitata e la delega associativa.

La discussione in assemblea è regolata dal presidente e si svolge seguendo le norme dettate dal regolamento assembleare. Il processo deliberativo si sviluppa secondo il principio maggioritario, unica eccezione è per la nomina delle cariche sociali caso in cui è lo statuto a definire il sistema di voto. Al momento conclusivo dell'assemblea avviene la verbalizzazione delle delibere tramite sottoscrizione del verbale da parte del presidente per l'assemblea ordinaria e da parte del notaio per l'assemblea straordinaria.

Il verbale deve essere redatto in maniera analitica, così è stato deciso dal legislatore a seguito. È necessario poi che vengano rilevati eventuali vizi sulla validità delle delibere, principalmente sono previsti due tipi di vizi: annullabilità e nullità o raramente inefficacia, i quali sono attenuati dagli art. 2377, 2379, 2379-bis.

1.7.2 L'amministrazione o consiglio amministrativo

Per introdurre l'organo amministrativo è necessario tener conto dell'*art.2380*, nel tempo modificato e integrato, nel quale viene affidata la totale e assoluta gestione della società agli amministratori. L'esclusiva competenza gestoria trova giustificazione nella corrispettiva responsabilità degli amministratori stessi, i quali non possono rimandare all'assemblea la decisione riguardo un atto di gestione bensì hanno pieno controllo e autonomia indipendentemente dalla volontà dei soci.

Ai sensi del medesimo articolo sappiamo che l'organo amministrativo può essere unipersonale, perciò essere un amministratore unico, oppure pluripersonale, perciò si forma il cd. consiglio di amministrazione. Quest'ultimo caso è strettamente applicato nelle società per azioni quotate, in cui devono essere tutelati gli interessi dei soci sia che essi siano di maggioranza sia che siano di minoranza. Data l'importanza che la figura dell'amministratore ricopre nella gestione della società sono richiesti dei requisiti inderogabili, elencati all'*art.2387*, e sono previste perciò anche delle cause di incompatibilità o cause di ineleggibilità o ancora cause di decadenza. Gli amministratori vengono nominati dall'assemblea, come già detto in base al principio maggioritario, e la durata della carica (se non definita nello statuto) è decisa in sede all'assemblea stessa ma solitamente non supera i tre esercizi. Per dare inizio alla carica gli eletti dovranno accettare ed entro trenta giorni devono richiedere l'iscrizione nel registro delle imprese.

La norma di riferimento per le situazioni in cui avviene la cessazione degli amministratori preventivamente è enunciata all'*art.2385*.

L'incarico di amministratore è oneroso per natura, perciò gli eletti dovranno essere ricompensati per la loro attività e a tal proposito si distinguono i compensi spettanti ai membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo dalla remunerazione spettante agli amministratori, quest'ultima è decisa dal consiglio di amministrazione stesso.

A grandi linee queste sono le caratteristiche principali dell'organo amministrativo secondo il sistema tradizionale, come già detto però esistono altri sistemi tra cui i soci possono scegliere a seconda delle proprie esigenze ovvero: sistema monistico, il quale risponde maggiormente alle esigenze di s.p.a di media-grande dimensione poiché ha una struttura più elastica e semplice e che perciò favorisce lo scambio di informazioni tra organo di amministrazione e consiglio di sorveglianza, e il sistema dualistico, in cui invece la gestione della società spetta al consiglio di gestione e corrisponde alle strutture di s.p.a di grandi dimensioni con capitale diffuso. In quest'ultime quindi è evidente una netta separazione tra l'organo decisionale e il corpo.

1.7.3 Il collegio sindacale

Il terzo organo che compone l'anatomia delle s.p.a opera in ambito di vigilanza interna degli altri due organi, si tratta del collegio sindacale. Inizialmente a questo spettava anche il controllo contabile della società, ma a seguito della riforma del 2003 è stata affidata a un revisore contabile esterno o a una società di revisione dei conti.⁸ Ha il compito di vigilare sull'attività degli amministratori e controllare che la gestione e l'amministrazione della società si svolgano nel rispetto della legge e dell'atto costitutivo. Il motivo decisivo fu quello di ridurre le funzioni del collegio sindacale e allo stesso tempo evitare che si creassero situazioni spiacevoli, poiché sappiamo che i membri del collegio sindacale sono direttamente eletti dall'assemblea. Sotto questo aspetto il legislatore ha dettato, *all'art. 2399*, dei requisiti di elettività che limitano la possibilità che tali situazioni si manifestino. A tal proposito non possono ricoprire la carica di sindaco coloro che subiscono la cancellazione e la sospensione dal registro dei revisori, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori o coloro che sono legati alla società da un rapporto di lavoro subordinato e continuato. I doveri del collegio sindacale sono da interpretare nel complesso del termine vigilanza, poiché questa si realizza sia da un punto di vista strettamente legale sia secondo una visione moralmente corretta. Per legalità si intende qualsiasi atto o comportamento da parte degli amministratori o dell'assemblea che entra in contrasto con lo statuto o con la legge, oggetto di provvedimenti. Il collegio sindacale è composto di un numero variabile fra tre e cinque membri effettivi e due sindaci supplenti. Per visione moralmente corretta si intende analizzare se le scelte che amministratori o assemblea adottano siano rispettose dei principi di correttezza amministrativa, il cui metodo di giudizio è riferito alle caratteristiche di ogni società oggetto di analisi.

Per far sì che questi controlli siano facilitati a ciascun sindaco è attribuito dall'ordinamento il potere di ispezione e controllo, senza specificare la forma di tali poteri e lasciando che siano i sindaci a decidere il modus operandi. Proprio per l'importanza che anche i sindaci ricoprono nella corretta gestione della società, sono ritenuti responsabili quanto gli amministratori e perciò a loro sono imputabili ai sensi dell'*art.2407* "*i fatti o le omissioni di questi, se il danno non si sarebbe prodotto se essi avessero vigilato in conformità con gli obblighi della loro carica*".

⁸ "La riforma del diritto societario", Paola Balzarini

1.7.4 La revisione contabile

Con il *D. Lgs. 39/2010* è stata operata una completa rivisitazione della disciplina nazionale relativa all'esercizio dell'attività di revisione e alla vigilanza sulla stessa accorpando in un'unica fonte tutte le disposizioni in materia. ⁹Ad oggi l'esercizio della revisione legale è riservato ai soggetti, persone fisiche o giuridiche che siano, iscritto nel Registro dei Revisori Legali tenuto dalla Consob. La normativa citata, *d.lgs. 39/2010 art.1* comma 1 lettera m) stabilisce: *“La Revisione legale è la Revisione dei Conti annuali e dei Conti consolidati effettuata in conformità con tale decreto”*. I principi di revisione adottati sono decisi in conformità con la direttiva *43/2006/CE* emanata dalla Commissione europea. Tale revisione è mirata a fornire una ragionevole sicurezza che il bilancio non contenga errori significativi, e si compone di due fasi operative, da svolgersi rispettivamente prima e dopo la data di chiusura dell'esercizio, riassumibili in: fase di pianificazione-preliminare e fasi finale. Vengono perciò verificati nel corso dell'esercizio la regolarità delle scritture contabili e la veridicità delle stesse. Il bilancio, in conformità con lo stesso decreto sopracitato, viene giudicato con apposita relazione da parte del revisore o della società di revisione.

⁹ “Controlli nelle società quotate” Raffaele Colombo, Diritto online

CAPITOLO 2: LE SOCIETA' PER AZIONI APERTE.

2.1 Introduzione alle società per azioni quotate.

Come già esposto nel precedente capitolo la definizione di società per azioni, dettata dal Codice civile ai sensi dell'art. 2325, richiede necessariamente una distinzione fra società per azioni ordinarie e società per azioni che fanno ricorso al capitale di rischio. Quest'ultime comprendono: sia società per azioni quotate sui mercati regolamentati e società per azioni non quotate con azioni diffuse per il pubblico in maniera rilevante.

Perché è necessario che avvenga tale distinzione? Certamente per applicare la normativa che meglio si adatta alle caratteristiche di ciascuna società. Infatti, la scissione in due categorie distinte è delineata proprio dalla differenza delle normative applicate in base alle caratteristiche di ogni società oggetto di studio.

La disciplina delle società per azioni quotate si scosta quindi da quella ordinaria, poiché prevede l'intersecarsi del diritto societario e del diritto del mercato finanziario al fine di ottenere una completezza su entrambi gli aspetti. È bene quindi affermare che in quest'ambito non saranno esplicitate solo norme di rango primario, quali codice civile e T.U.F, ma anche e soprattutto norme di rango secondario quali regolamenti emanati dalla Consob, regole di soft law e codici di autodisciplina.¹⁰

2.2 La definizione di società per azioni aperte.

Per asserire a una definizione più completa di quello che si intende per società per azioni quotate nei mercati regolamentati è fondamentale associare alla nozione del codice civile il concetto di "emittente quotato" contenuto nel d.lgs. 24 febbraio 1998 n.58 (t.u.f).

Ai sensi dell'art.1 comma.1 lett. w del t.u.f. per emittente quotato si intende "i soggetti, italiani o esteri, inclusi i trust, che emettono strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato italiano."¹¹

Per rendere maggiormente chiara la differenza dei contesti in cui si sviluppano le società per azioni è bene definire anche a cosa si intende col riferimento alla locuzione "mercati regolamentati".

Nel medesimo articolo sopracitato, lett.w-ter questa volta, troviamo la definizione di "mercato regolamentato" ossia: "sistema multilaterale amministrato e/o gestito da un gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla

¹⁰ "La prescrizione nel diritto societario", Rivaro Rossella 2017

¹¹ Art.1 t.u.f

negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente e conformemente alla parte III”.

Questi concetti appena enunciati, se integrati fra loro, ampliano e chiariscono il concetto di società per azioni quotate e ne definiscono le caratteristiche principali. Fra queste è evidente l'elemento essenziale di tali società ovvero il legame delle stesse con il mercato finanziario, inteso come luogo astratto in cui i soggetti operanti (imprese ecc) accumulano capitale di terzi per finanziare la propria attività in maniera diretta o indiretta. Il meccanismo quindi che si innesca nel reperire questo capitale si basa su aspetti oltre che finanziari anche moralistici, come ad esempio la fiducia che deve essere presente da ambe le parti o la trasparenza e onestà dei soggetti operanti sul mercato. Il mercato chiede dunque fiducia, ed è l'ordinamento che deve costruire la fiducia degli operatori con istituzioni che garantiscano la correttezza e soprattutto la trasparenza.¹²

È molto dibattuta la scelta di definire le società per azioni quotate come semplici società per azioni ordinarie con una struttura diversa o semplicemente come una tipologia di società a se stante.¹³ Per ora la tesi maggioritaria è la prima, basata sull'art.2325-bis comma 2 riformato a seguito dell'imposizione da parte del legislatore di «un modello di base unitario e le ipotesi nelle quali le società [sarebbero state] soggette a regole caratterizzate da un maggior grado di imperatività in considerazione del ricorso al mercato del capitale di rischio», nonostante siano numerosi anche i sostenitori dell'autonomia del tipo, fondata invece sull'enunciato all'art.2347 quinquies secondo cui: “hanno diritto di recedere i soci che non hanno concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione dalla quotazione”. In altre parole, seppure ancora in dubbio su tale posizione, è possibile notare come negli ultimi anni la disciplina delle s.p.a è stata ripetutamente modificata evidenziando sempre di più una distinzione tra normativa applicabile alle società quotate e normativa applicabile alle società non quotate.

Ai sensi dell'art.2325 bis del Codice civile, il legislatore prevede due modelli di s.p.a (oltre al modello ordinario di società per azioni chiusa): il primo sono le società quotate sui mercati regolamentati, precedentemente trattata nel dettaglio delle definizioni e la cui regolamentazione dipende in maniera principale dal t.u.f e dalle leggi speciali e solo in via sussidiaria dal Codice civile, e il secondo le società non quotate diffuse fra il pubblico in maniera rilevante. Per quest'ultima categoria è prevalente la disciplina del Regolamento della Consob n.11971/1999, modificato in ultima istanza nel 2012, il quale ne dà una definizione all'art.2-bis, indicando come emittenti azioni diffuse fra il pubblico in maniera rilevante “Gli emittenti italiani i quali contestualmente: a) abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento e detengano complessivamente una percentuale di capitale

¹² Ragionieri Commercialisti Consiglio Nazionale, *La Riforma delle società Osservazioni generali* accessibile da: https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/system/files/imce/aree-tematiche/pac/RDS_Osservazioni.pdf

¹³ “La prescrizione nel diritto societario”, Rivaro Rossella 2017

sociale almeno pari al 5%; b) non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'art.2345 bis, primo comma, del codice civile. Le eccezioni sono previste al secondo comma del medesimo articolo, e i limiti precedenti si ritengono superati solo quando le azioni alternativamente:

- abbiamo costituito oggetto di un'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio;
- abbiamo costituito oggetto di un collocamento in qualsiasi forma anche rivolto a soli investitori qualificati come definiti ai sensi dell'art.34-ter;
- siano o siano state negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione con consenso dell'emittente o del socio di controllo ovvero siano state ammesse alla negoziazione sui mercati regolamentati e successivamente siano state oggetto di revoca;
- siano emesse da banche e siano acquistate o sottoscritte presso le loro sedi. ¹⁴

2.3 L'evoluzione della disciplina a seguito delle riforme del diritto societario

Come nel precedente capitolo è stato esposto, nel corso degli anni di cui la diffusione delle società per azioni è rapidamente cresciuta ma la normativa non è stata per i primi tempi al passo con tale progressione. Questo per quanto riguarda l'ambito di evoluzione del mercato mobiliare, e non solo del diritto societario. È nel 1974, con la prima cd "miniriforma", che si innesca un meccanismo di rottura rispetto alla normativa precedente e si definisce per la prima volta una normativa riguardante solo le società per azioni quotate. Si pone maggiore attenzione «su due temi fondamentali: quello dell'adeguamento dell'organizzazione e del funzionamento delle borse valori alle esigenze di una società industrialmente progredita e quello della maggiore tutela del risparmio investito, attraverso il rafforzamento del regime dei controlli e delle informazioni obbligatorie».

Nonostante tale riforma venne giudicata carente e limitativa, riuscì comunque a innovare la legislazione del tempo principalmente grazie all'introduzione: da una parte di un organo ad hoc per la supervisione esterna e interna (la Commissione Nazionale per le Società e per la Borsa) e dall'altra dall'instaurazione dell'idea che l'efficienza del mercato provenisse soprattutto dal funzionamento tecnico dello stesso.

¹⁴ (https://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_1999_11971.pdf/bd8d1812-6866-473e-8234-c54c75c0363a)

È da qui in poi che la normativa in termini di società per azioni e mercati finanziari si articola secondo una tecnica di regolamentazione fondata su un insieme di norme secondarie e si sposta su un tipo di vigilanza a livello funzionale.

A seguito dell'istituzione della Consob, così come la conosciamo noi oggi, la stessa ha ritenuto necessario riformare il suo campo di vigilanza ovvero il mercato. Vennero istituite le "Linee di progetto per una riforma del mercato borsistico", le quali prevedevano un allineamento delle strutture del mercato sia con le disposizioni previste dal Parlamento in tema di concentrazione di operazioni in Borsa sia con le strutture dei mercati internazionali. Questo sviluppò anche la necessità che tutti i segmenti di mercato e tutti gli intermediari fossero disciplinati, raggiungendo nel 1991 l'istituzione delle SIM e nel 1992 l'introduzione dell'istituto dell'Opa obbligatoria (Offerta pubblica di Acquisto): quest'ultima innovazione ha segnato profondamente il diritto delle società con azioni quotate.

Le implicazioni fino ad ora introdotte dalle varie riforme si sono congiunte in un unico corpus normativo, il Testo Unico della Finanza, emanato nel febbraio del 1998 dal governo a capo del quale all'epoca era ministro Mario Draghi. Il t.u.f fu il primo atto normativo che incorporava interamente tutte le regole delle società quotate, definendo così una sorta di "statuto" speciale rispetto al diritto comune.

Tuttavia, il Codice civile in tema di società per azioni quotate aveva già subito una modifica in tale ambito: nel 1969, a seguito della direttiva comunitaria, la quale individuava e delimitava le cause di nullità nella costituzione di una s.p.a. In seguito nel 2000 con la legge n.340 fu semplificato il processo di costituzione delle società stesse.

A seguito dell'approvazione del decreto n. 58/1998, il governo ha deciso di emanare regolamenti per completare la riforma del diritto societario, modificando allo stesso tempo il sistema per le società per azioni con patrimonio diffuso tra il pubblico. Il fine era predisporre un sistema organizzativo differenziato per tipologia di azienda. Da qui la creazione della Commissione Mirone, che redasse un disegno di legge, approvato dall'allora governo. Dopo le elezioni politiche, la questione della riforma delle imprese private è stata affrontata da una commissione parlamentare e tradotta nella legge delega 3 ottobre 2001, n.366. Nello specifico per la parte societaria sono stati emanati due decreti legislativi n.5-6 del 2003, entrati in vigore nel 2004, con i quali si è completata la modifica della disciplina delle società di capitali e per le società cooperative.¹⁵ Negli ultimi anni comunque il nostro ordinamento si è dovuto adeguare agli standard internazionali, proposti dalla Comunità Europea e la disciplina ha avuto una forte evoluzione: dalla riforma del 2003, passando per la legge sui fondi

¹⁵ https://www.mondadorieducation.it/risorse/media/secondaria_secondo/strumenti/strumenti_30/pp_03_09.pdf)

d'investimento e al testo unico della finanza, fino ad arrivare alle nuove leggi sull'insider training e sul market abuse e all'applicazione delle direttive MIFID 1 e MIFID 2.¹⁶

2.3.1 Le novità introdotte dalla riforma del 2003.

La riforma del 2003 perseguiva degli obiettivi specifici e l'attuazione della stessa rappresentava il risultato dell'iter riformativo precedente. Le finalità possiamo distinguerle in aree di attuazione, principalmente sono tre:

- a) Creare un sistema modulare degli schemi societari con largo spazio all'autonomia statutaria, introducendo una molteplicità di modelli e di schemi societari che ampliarono l'orizzonte di scelta dei soci al momento della costituzione. La flessibilità introdotta non si limitava all'ampliamento dell'autonomia statutaria delle società ma riguardava anche la libera scelta sia degli strumenti finanziari da emettere sia del sistema di amministrazione da adottare. È infatti con tale riforma che il legislatore, accanto al sistema tradizionale, introdusse anche il sistema monistico e il sistema dualistico.
- b) Semplificare la disciplina nel suo complesso, principalmente tramite la limitazione dell'area della nullità e della annullabilità delle deliberazioni assembleari. La riforma ridefinisce anche la procedura di fusione e di trasformazione, attribuendo ai soci la possibilità di recesso in caso di non concorrenza alla decisione.
- c) Favorire l'accesso ai mercati finanziari, fornendo da una parte strumenti di finanziamento adeguati a promuovere lo sviluppo e l'ampliamento delle società e dall'altra introducendo nuove regole di trasparenza che tutelassero il pubblico dei risparmiatori.¹⁷

2.4 La Borsa

Per definire meglio il contesto nel quale le società per azioni quotate operano è opportuno introdurre anche il concetto di mercato borsistico, e le relative normative che lo regolano. Con il termine "borsa" si intende il luogo vengono scambiati valori mobiliari e valute. Come già detto nel capitolo precedente, l'uso dei mercati borsistici nasce dalla necessità dei mercati di radunare in un unico luogo le operazioni di compravendita. Viene raccontato da Lodovico Guicciardini in un suo libro del 1567 che l'utilizzo del termine borsa deriva dal nome di una famiglia di mercanti veneziani "Della Borsa". Questi partecipavano al mercato principale in

¹⁶ "Storia e principi generali del diritto commerciale" Parte I
<https://www.giappichelli.it/media/catalog/product/excerpt/9788892106246.pdf>

¹⁷ "Il nuovo diritto societario" Aurelio Nanni

cui si radunavano tutti i mercanti d'Europa, nella città belga di Bruges, e dove la famiglia veneziana decise di acquistare un palazzo che divenne quasi subito il cuore pulsante del mercato europeo.

Erano proprio le famiglie nobiliari, data la loro stabilità economica, ad incrementare il fiorire dell'economia mercantile.

La prima Borsa in Italia risale al XIV secolo ed è la Borsa di Genova, la cui normativa fu emanata successivamente da Carlo Alberto nel 1842 (con il Codice di Commercio).

Ufficialmente le borse che nacquero a seguito sono quelle di Napoli e Torino, e infine, quella ad oggi più importante, la Borsa di Milano.

Inizialmente in questi mercati venivano quotati principalmente titoli di Stato, considerato il limitato numero di società quotate, ma dal 1899 al 1907 ci fu un notevole incremento di titoli azionari a seguito di una forte crescita dell'economia italiana e quindi di quotazione delle società. Questo incremento durante gli anni continuò ad accrescere il numero di soggetti operanti nei mercati borsistici, nonostante le varie vicende che mietettero numerose vittime rispettivamente nel 1929 e nel 2007.

L'avventarsi dello sviluppo economico delle società, vogliose di ampliare il proprio asset societario, e l'incremento dell'investimento da parte dei risparmiatori, sempre più decisi a voler accrescere il proprio denaro, hanno accelerato l'espansione della borsa come risposta a tali necessità.

Ad oggi nel mercato borsistico vengono scambiati molti più strumenti finanziari rispetto ai primordi, dalle azioni societarie passando per le quote di fondi ETF fino allo scambio di strumenti derivati. Il mercato borsistico italiano è quindi ormai fondamentale per ampliare le fonti di finanziamento ed avvicinare all'azionariato anche investitori domestici.

Le società principali che gestiscono i mercati borsistici sono due: Borsa Italiana S.p.A e MTS Spa.

La prima società, Borsa Italiana o anche definita Borsa di Milano, gestisce diversi mercati, quali: MTA (Mercato Telematico Azionario), MOT (Mercato Telematico delle Obbligazioni e dei Titoli di Stato), IDEM (Mercato italiano degli strumenti Derivati azionari) e il Mercato delle PMI.

La seconda, MTS Spa, gestisce invece il Mercato Telematico all'ingrosso dei Titoli di Stato. Per determinare l'andamento del prezzo delle azioni, in Borsa, vengono utilizzati degli indici che appunto misurano la performance del prezzo di un paniere di azioni quotate in borsa.¹⁸

Questi vengono calcolati in base alla capitalizzazione di mercato delle società a cui si riferiscono, e rappresentano la performance totale di tutte le azioni di cui un settore si compone. Non si tratta semplicemente di una media totale dell'andamento delle azioni, bensì una media ponderata in cui tutti i titoli acquistano un determinato peso in base alla loro

¹⁸ "Chi siamo", Borsa Italiana <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/chi-siamo/home/chi-siamo.htm>

capitalizzazione. Vengono utilizzati come metro di giudizio nella decisione di intraprendere o meno un investimento. L'indice del mercato telematico azionario, MTA, è l'Indice FTSE Italia All-Share presente a Piazza Affari, sede della Borsa di Milano. Questo si compone di altri tre indici: FTSE MIB, che include tutte le società a maggiore capitalizzazione quotate su Borsa; FSTE Italia Mid Cap, le ulteriori società non appartenenti al FSTE MIB; FTSE Italia Small Cap, riguarda invece i titoli con minor capitalizzazione.¹⁹

2.4.1. Il funzionamento tecnico del mercato borsistico

L'iter di negoziazione della Borsa segue un principio fondamentale, lo stesso che caratterizza il mercato finanziario, ovvero: il trasferimento di liquidità da operatori in surplus ad operatori in deficit. Il trasferimento inteso meccanicamente viene gestito da intermediari, quali le banche o i dealer o i broker, ed è rappresentato dall'acquisto e vendita di titoli o strumenti finanziari, nel caso delle società per azioni si tratta di azioni o obbligazioni. Quotidianamente questi strumenti sono quotati, ovvero ne viene definito il prezzo in base all'equilibrio tra domanda e offerta del giorno in questione. L'investimento su questo tipo di mercato è finalizzato alla creazione di un profitto dato dal rendimento che tali titoli giornalmente producono.

Attualmente il principale mercato gestito da Borsa Italiana è il MTA, Mercato Telematico Azionario, nel quale operano principalmente le società per azioni con le quote di mercato più elevate dei settori tradizionali. All'interno le società sono suddivise per segmenti, in base appunto alle dimensioni e alla capitalizzazione: il primo segmento, cd Blue Chip, è dedicato alle società con quotazione maggiore a un miliardo; il secondo segmento, STAR, riguarda invece le imprese di medie dimensioni con capitalizzazione superiore a 40 milioni di euro; il terzo e ultimo segmento, Standard o ordinario, riguarda invece tutte le società rimanenti che non presentano i requisiti necessari per essere categorizzati negli altri due segmenti.

Secondo il Regolamento dei Mercati Organizzati, per richiedere e ottenere la qualifica di STAR e perciò partecipare il secondo segmento, è necessario che l'emittente risponda a requisiti specifici:

- a) sufficiente diffusione sul mercato con un flottante pari ad almeno il 35% per l'accesso al segmento (in fase di prima quotazione) e il 20% per la permanenza (requisito verificato periodicamente da Borsa Italiana) ;
- b) capitalizzazione di mercato non superiore a Euro 1.000 milioni;
- c) la pubblicazione dei bilanci, delle relazioni semestrali e trimestrali e dei comunicati sul proprio sito, anche in lingua inglese.

¹⁹ “Quali sono i principali indici di Borsa mondiali?” <https://www.orafinanza.it/it/quali-sono-i-principali-indici-di-borsa-mondiali>

- d) l'adesione dell'emittente ai principi di Corporate Governance esposti nel Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana;
- e) l'individuazione di un *investor relator*, cioè un responsabile che mantenga i rapporti con gli investitori;
- f) una remunerazione abbastanza significativa per amministratori e alti dirigenti in base ai risultati raggiunti.

2.4.2 La regolamentazione del mercato borsistico

Con l'emanazione del t.u.f si è stabilita una normativa che riguarda anche il mercato mobiliare, per mantenere stabile e sicuro l'investimento sia per gli investitori sia per gli emittenti. Il legislatore ha quindi indicato la forma canonica di mercato, cd. mercato regolamentato, organizzato da una società di gestione istituita e supervisionato da due istituti di vigilanza, ovvero la Consob e la Banca d'Italia. La disciplina che regola questi mercati è principalmente contenuta nel t.u.f integrato sulla base di due direttive comunitarie molto importanti in ambito finanziario, ovvero MiFID I e MiFID II, ma è anche affiancata da un Codice di Autodisciplina. Quest'ultimo è stato redatto nel 1999 proprio da Borsa Italiana, con oggetto delle raccomandazioni non vincolanti per le società ma che col tempo sono state recepite nella normativa riprendendo il fenomeno della codificazione delle consuetudini.

Le norme che possono quindi essere ricondotte al cd. "statuto generale" delle società per azioni quotate sono: la norma di parità di trattamento, secondo cui gli emittenti devono, *ceteris paribus*, assicurare il medesimo trattamento a tutti i soggetti detentori dei medesimi strumenti finanziari; la trasparenza degli emittenti, i quali devono pubblicare tutte le informazioni necessarie per rendere l'investimento sicuro e sano per il pubblico; le norme che prevedono il riferimento delle informazioni alla Consob,

Per quanto riguarda l'ammissione di emittenti e di strumenti finanziari è necessario che ciascuno di questi sia caratterizzato da precisi requisiti presenti nel Regolamento dei Mercati Organizzati, gestito da Borsa Italiana. In quest'ultimo sono contenuti anche gli obblighi e le responsabilità derivanti dall'ammissione alla quotazione.

In capo a un emittente le condizioni che devono sussistere riguardano:

- a) la capacità dell'emittente di esercitare un'attività capace di generare ricavi;
- b) la pubblicazione e il deposito dei bilanci, anche consolidati, relativi agli ultimi tre esercizi annuali sottoposti a controlli contabili secondo i requisiti IAS/IFRS;
- c) l'adozione da parte dell'emittente di un modello adeguato di *Corporate Governance*, mediante l'utilizzo di uno statuto sociale adeguato alle disposizioni normative e regolamentari

relative alle società con azioni quotate, l'adozione di appositi codici interni in tema di comunicazione al mercato di determinate informazioni rilevanti;

Riguardo gli strumenti finanziari, nello specifico le azioni, i requisiti richiesti sono:

- a) la libera trasferibilità negoziabilità;
- b) una capitalizzazione di mercato pari almeno a 40 milioni di euro;
- c) sufficiente diffusione del mercato, almeno pari al 25% del capitale dell'emittente;
- d) gestione accentrata presso Monte Titoli in forma dematerializzata.

Può essere identificato un ulteriore statuto, definito "*statuto speciale*" rivolto solo alle società per azioni italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani o di altri Paesi membri dell'Unione Europea: riscontrabili dall'art.121 al 124 del t.u.f. Riguarda nello specifico: gli assetti proprietari, i diritti dei soci, organi di gestione ed organi di controllo, informazione finanziaria, revisione legale dei conti e informazioni sui rapporti con società estere e sull'adesione a codici di comportamento.

Esistono forme meno standardizzate e non regolamentate, sulle quali l'Autorità di vigilanza dei mercati esercita comunque una funzione di vigilanza e in cui il grado di trasparenza e di liquidità generalmente è inferiore rispetto ai mercati regolamentati. In quest'ultimi è quindi possibile stipulare contratti atipici.

2.5 Il processo di quotazione

Il processo di quotazione si articola in diverse fasi, quattro per l'esattezza con funzioni distinte fra di loro, rispettivamente: la prima necessaria a definire la migliore strategia d'investimento per la società che decide di accedere al mercato, la seconda ha la finalità di stabilire la realtà aziendale e verificare la presenza di tutti i requisiti necessari per intraprendere la quotazione, la terza è prettamente legata al controllo dei requisiti da parte delle autorità di Vigilanza e l'ultima riguarda la conclusione degli accertamenti quindi l'immissione dell'offerta sul mercato e l'inizio delle negoziazioni.

Nella prima fase, quella preliminare, vengono scelti gli intermediari e il gruppo di advisor che seguiranno l'emittente nell'intero processo di quotazione e soprattutto viene valutata in termini finanziari la convenienza di tale operazione. La prima fase si conclude con il cd. kick-off meeting, in cui sono definiti gli obiettivi perseguiti e le modalità di raggiungimento degli stessi.

La seconda fase, quella iniziale, riguarda l'attività di *due diligence* aziendale a livello legale e fiscale, realizzata tramite la compilazione del Prospetto Informativo, che funge da riepilogo per gli investitori sulla situazione patrimoniale-finanziaria della società emittente e sui

prodotti finanziari che questo offre, da parte del gruppo di intermediari scelto nella fase preliminare e dall'emittente stesso. Nel caso in cui ci fosse offerte di dimensioni elevate è prevista la compilazione di un ulteriore atto, l'Offering Circular, destinato agli investitori istituzionali che richiama il PI ma ne differisce per la forma.

In questa fase vengono anche raccolti i dati per redigere il memorandum sul sistema di controllo di gestione dell'emittente e vengono convocate entrambe le assemblee della società, ordinaria e straordinaria, per deliberare sulle decisioni di quotazione e su tutte le implicazioni che ne conseguono. La fase iniziale termina quindi con la consegna alle autorità di vigilanza, Consob e Banca d'Italia, di tutta la documentazione prevista dalla normativa regolamentare in materia.

La terza fase, definita intermedia, riguarda l'operazione di istruttoria da parte di Consob e Borsa Italiana riguardo i documenti presentati dall'emittente e contemporaneamente viene presentata la società ai probabili investitori, in modo da raccogliere più informazioni possibili sulla volontà degli stessi di investire sull'emittente proposto. Quest'ultima operazione prende il nome di attività pre-marketing. La fase intermedia termina quindi con l'approvazione di Borsa Italiana, sentita la Consob che rilascia il nullaosta, e l'ammissione della società sul mercato.

Infine l'ultima fase, definita esecutiva, sancisce la fine del processo di quotazione e consiste nel perfezionamento dell'offerta e successivamente inizia la negoziazione dei titoli sul mercato borsistico.

Questo appena descritto è l'iter di quotazione iniziale che una qualsiasi società per azioni deve seguire per poter accedere al mercato borsistico. Essendo la prima offerta pubblica attuata dai soci preesistenti, prende il nome di *IPO (Initial Public Offering)*.

In Italia quest'ultima può essere definita: di vendita, nel caso in cui si tratti della vendita di azioni preesistenti dei soci a nuovi possibili investitori in cambio di un profitto diretto e della sostituzione nella composizione dell'assemblea della società, o di sottoscrizione, quando si emettono per la prima volta nuove azioni da vendere a nuovi investitori per raccogliere capitale da destinare a nuovi investimenti della società.²⁰

2.6 Le Autorità di Vigilanza del mercato

Con la formazione della Comunità Europea e l'incidenza che questa ha avuto su tutti i paesi membri, si sono definiti vari sistemi necessari a favorire a livello macroeconomico la stabilità, la trasparenza e la cooperazione. L'accentramento dei sistemi di regolamentazione e vigilanza

²⁰ "Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana e su AIM Italia"
https://www.assolombarda.it/fs/2010341568_183.pdf

è uno dei pilastri portanti per il raggiungimento degli obiettivi dell'Unione Europea, che prende il nome di Meccanismo di Vigilanza unico, insieme anche a un sistema di garanzia previsto per i depositanti e un sistema di risoluzione delle crisi.

Per garantire il rispetto delle norme comunitarie e l'applicazione di quest'ultime da parte di tutti i soggetti operanti sui mercati finanziari, nel 2011 è stato istituito il SEVIF. Il Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria, il quale ha come finalità, insieme all'Unione bancaria, lo sviluppo di un mercato dei capitali unico a livello europeo. Per far sì che questo accada è quindi necessario che tutti gli istituti finanziari rispettino le medesime regole e che divenga meno complesso controllarli, a tal proposito si è instaurato un sistema plurilivello composto da autorità di vigilanza sia microprudenziale sia macroprudenziale. L'istituto responsabile della vigilanza macroprudenziale sul mercato finanziario a livello europeo è il CERS, Comitato Europeo per il Rischio Sistemico. In tema di vigilanza microprudenziale è stato instaurato, a seguito della cd "Relazione de La Rosiere", un sistema a livelli composto da più Autorità europee di vigilanza (Autorità bancaria europea, Autorità europea di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali, Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), a seconda del settore di operatività e al livello di vigilanza e regolamentazione. Principalmente l'ESMA, ovvero l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, ha delle funzioni rilevanti per il mercato mobiliare, poiché questa deve: tutelare gli investitori garantendone il soddisfacimento delle esigenze finanziarie, monitorare il corretto funzionamento dei mercati sviluppando e mantenendo una solida struttura di mercato, infine rafforzare il sistema finanziario in modo che questo sia in grado di reagire in caso di shock di squilibri finanziari. Inoltre all'ESMA è affidato il compito di coordinare le misure prese dalle autorità di vigilanza nazionali e, quando necessario, adottare misure di emergenza.²¹

Nonostante la vigilanza degli istituti finanziari sia affidata alle autorità nazionali di ciascun Paese, la finalità degli istituti europei è quella di coordinare le varie autorità nazionali e sviluppare standard normativi.

In Italia sono due gli istituti a cui è affidata la funzione di controllo per le società per società quotate sui mercati finanziari e mercati stessi, ovvero: Banca d'Italia e Consob.

Rispettivamente la Banca d'Italia svolge un controllo su tutti gli intermediari, bancari e non, che operano sul mercato finanziario e che sono iscritti negli appositi registri con diverse finalità: stabilizzare il patrimonio degli intermediari, contenere il rischio d'insolvenza e, insieme all'Autorità Garante per la Concorrenza e il Mercato, tutelare la concorrenza nel settore creditizio.

²¹ "Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria" <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/84/sistema-europeo-di-vigilanza-finanziaria-sevif->

La Consob, operante insieme alla BdI, mira principalmente a tutelare il mercato e quindi gli investitori, attraverso un controllo importante sugli operatori finanziari. La vigilanza esercitata dalla Consob è articolata e si distingue in: vigilanza regolamentare, vigilanza informatica e vigilanza ispettiva. Solo in un secondo momento la vigilanza della Consob assume carattere sanzionatorio. I settori su cui vigila sono vasti, principalmente riguardano: i mercati regolamentati e le società di gestione, le società quotate e i soggetti che promuovono offerte al pubblico di prodotti finanziari.

Ai sensi dell'art.91 del T.U.F gli obiettivi della Consob sono: “ ..la tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali.”

Da questi provengono gli ambiti su cui si concretizza la funzione di vigilanza della Consob, infatti questa controlla specialmente: le informazioni fornite ai potenziali investitori (sia al momento iniziale dell'investimento, sia periodicamente per rendicontare la loro situazione economico-patrimoniale); il rispetto della parità di trattamento degli investitori; sul rispetto delle regole di corporate governance e sul rispetto dei diritti dei soci.

La Consob, nella sua qualità di Autorità indipendente, contribuisce alla regolazione delle modalità di organizzazione e funzionamento degli istituti finanziari tramite la potestà regolamentare a lei conferita in materie specifiche (vigilanza regolamentare), approva le documentazioni proposte dagli istituti e ne verifica la veridicità (vigilanza informativa) e partecipa all'attivazione di presidi di controllo o ispezioni a garanzia del rispetto delle norme legali e tecniche (vigilanza ispettiva).

Solo nel caso in cui fossero accertate irregolarità, la Consob decide di avviare un procedimento sanzionatorio col fine di prevenire e/o reprimere condotte illecite da parte dei soggetti controllati. E' comunque concesso a quest'ultimi, in caso di contrasto con quanto deciso dalla Consob, il diritto di difesa e di contraddittorio.

Il criterio differenziale nell'esercizio di vigilanza dei due istituti concerne le finalità che ciascuno di questi persegue: Banca d'Italia, come d'altro canto specifica l'art.5 del t.u.f., è competente in materia di mantenimento del rischio e una gestione prudente mentre la Consob è competente riguardo la trasparenza e la tutela degli investitori e quindi sulla corretta gestione delle società.

2.7 Le differenze

Per spiegare meglio il perché sia tanto dibattuta la scelta di definire una società per azioni quotate come un tipo societario a parte o semplicemente come un'alterazione del tipo

ordinario è importante sottolineare le differenze, strutturali e no, che caratterizzano quest'ultime rispetto alle società per azioni ordinarie. Tali differenze diventano poi il fulcro attorno al quale ruota la decisione di quotarsi o meno per le imprese, e allo stesso modo per gli investitori diventano elementi sulla base dei quali scegliere in quale società investire. Come abbiamo già detto il modello di società per azioni è, dal legislatore stesso, suddivisa in due grandi categorie: chiuse; perciò, che non fanno ricorso al capitale di rischio, e aperte, le quali offrono quote partecipative sul mercato finanziario. Quest'ultime sono ulteriormente suddivise in: società per azioni quotate sui mercati regolamentati e società per azioni non quotate con azioni diffuse tra il pubblico in maniera rilevante. A tal proposito è curiosa la distinzione che il filosofo Henri Bergson definisce tra società chiuse e società aperte: una divisione che attraversa molteplici campi, tra cui la morale e la scienza, ma soprattutto la religione. Senza voler entrare nel merito del pensiero bergsoniano e delle implicazioni del filosofo, secondo Bergson una società chiusa è una società portata alla conservazione e alla ripetizione sempre uguale delle stesse pratiche e degli stessi automatismi, all'obbedienza meccanica: è l'espressione suprema dell'egoismo individualistico, vincolata a sé stessa e primitiva. Al contrario in una società aperta gli individui si compenetrano l'un l'altro liberamente, in cui alla base c'è la libertà non di un singolo gruppo ma rivolta a tutti.²²

2.7.1 La raccolta di capitale

La prima differenza importante, facilmente comprensibile, riguarda proprio la raccolta di capitale: inteso come fondamento per la costituzione e il mantenimento per l'attività societaria. Difatti la scelta di quotarsi sul mercato è innescata dall'esigenza di capitale, necessario per continuare l'attività o anche per svolgere un aumento dimensionale della stessa o per la volontà di avviare un investimento nel quale è necessario un aumento di capitale. A tal proposito è opportuno dire che generalmente quando si parla di società per azioni aperte si intendono società per azioni di grandi dimensioni e che hanno un mercato già abbastanza stabile e con appunto un maggiore capitale investito. Al contrario di quanto accade per le società per azioni chiuse, tendenzialmente di ridotte dimensioni e con un minor capitale investito, la cui principale fonte di finanziamento è la società stessa o la richiesta di prestiti bancari. La quotazione in borsa riguarda le azioni, ed è proprio la compra-vendita delle azioni che segna lo sviluppo economico di una società e quindi l'incremento del capitale finale della stessa.

²² "Bergson, prepararsi a vivere bene" <https://gabriellagiudici.it/bergson-prepararsi-a-vivere-bene/>

2.7.2 Il livello di rischio

Chiunque può accedere al mercato finanziario a partire da intermediari autorizzati a singoli soggetti privati, e ognuno può liberamente decidere come investire il proprio denaro. Il guadagno derivante dall'operazione di quotazione dipende quindi dall'andamento del mercato piuttosto che dalla performance dell'azienda stessa. Ciò significa che le azioni, intese come titoli scambiati sul mercato, sono soggette a un alto rischio di mercato: quest'ultimo rappresenta una variabile che tende ad incrementare la volatilità dei titoli stessi. Si crea un rapporto consequenziale tra azioni e variazioni dei tassi di mercati, nel caso di aumento o diminuzione di quest'ultimi il valore delle azioni aumenta o diminuisce provocando una perdita o un guadagno per l'impresa. L'incertezza e la volubilità del mercato sono alcuni dei motivi che rendono più rischiosi la scelta di costituire una società per capitali aperta, rispetto a una chiusa. Perciò le società per azioni aperte sono tendenzialmente più rischiose rispetto alle società per azioni chiuse, nel momento in cui ci si affida al mercato per definire l'andamento della società si incorre nella possibilità che questo non sia favorevole e provochi una grossa perdita per la stessa. Da tale implicazione possiamo anche desumere che le società per azioni quotate sono facilmente valutabili in quanto il loro valore è stimato giornalmente dall'andamento delle azioni e quindi dal valore di mercato della società stessa. A differenza invece nelle società per azioni chiuse la valutazione diviene più complessa, a causa della scarsità di informazioni pubbliche, e calcolabile in base ad altri fattori quale principalmente: il valore del capitale stimato.

2.7.3 La regolamentazione: i principi di Corporate Governance

Un'ulteriore differenza riguarda la regolamentazione: per le società per azioni chiuse la regolamentazione ripiega principalmente sul codice civile, ritenuta dal legislatore troppo rigida rispetto alla necessità di adattabilità statutaria necessaria nelle società di capitale aperte. A tal proposito le società per azioni aperte, come già spiegato in precedenza, rispondono principalmente al t.u.f e alle leggi speciali e in via solo sussidiaria al codice civile. L'attenzione di queste fonti di regolamentazioni riguarda principalmente la corporate governance delle società per azioni aperte, da intendersi come "l'insieme delle regole rivolte ad assicurare una conduzione corretta, trasparente ed efficace dell'impresa societaria."²³

²³ P.Montalenti. "La società quotata" pag.4

A seguito della riforma del 2003, il legislatore ha prestato particolare attenzione alla tutela degli stakeholder nelle società per azioni aperte, innovando ed incrementando i sistemi di amministrazione e controllo delle stesse. In Italia l'implementazione dei sistemi di Corporate Governance è piuttosto recente, e si compone di diverse normative partendo dalla comunicazione CONSOB del 1997 in materia di controlli societari, passando per le istruzioni della Banca d'Italia sul sistema di controllo interno fino alla stesura del codice di Autodisciplina di Borsa Italiana.

2.7.4 La proprietà diffusa

Nelle società per azioni quotate, la quotazione stessa delle azioni delinea una diffusione della proprietà dell'azienda tra una molteplicità di persone. Infatti, essendo le azioni titoli di credito nelle quali è insito anche il diritto di proprietà, l'acquisto di un'azione rappresenta figurativamente l'acquisto di una parte della proprietà della società.

A differenza di quanto accade nelle società di capitale aperte, la proprietà resta limitata a un numero di persone che corrispondono solitamente ai soci costitutori dell'impresa stessa.

2.7.5 Le differenze degli organi strutturali nelle s.p.a quotate

La struttura delle società per azioni, come descritta fino ad ora, non varia parecchio quando parliamo di società per azioni aperte. Nonostante le divergenze di finalità tra un tipo societario e l'altro, gli organi che compongono le società per azioni aperte sono i medesimi delle società per azioni chiuse. Divergono invece da un punto di vista strettamente burocratico in quanto per le società per azioni aperte, soprattutto con il passare degli anni e degli avvenimenti, il legislatore ha deciso di aumentare il livello di trasparenza che quest'ultime devono mantenere in relazione ai propri azionisti e il livello di controllo che su di esse esercita l'organo del collegio sindacale. Per quanto riguarda l'assemblea in società per azioni quotate variano, a seguito della 2007/36/CE, le disposizioni in materia di:

- convocazione dell'assemblea, in quanto l'art.125 del t.u.f prevede tempi di convocazione diversi a seconda dell'oggetto su cui l'assemblea è chiamata a deliberare (due termini abbreviati di ventuno e quindici giorni per i motivi previsti dagli *art.2446-2447-2487* del c.c., e un termine lungo di quaranta giorni per l'elezione degli organi sociali). L'art.125 bis invece

impone i contenuti dell'avviso di convocazione e l'obbligo di pubblicare lo stesso sul sito internet della società. L'art.125 ter definisce poi gli obblighi dell'organo amministrativo in tema di avviso di convocazione, in quanto è necessario che vengano pubblicati tutti i documenti stabiliti dalla Consob riguardo ciascuna materia all'ordine del giorno. L'art. 125 quarter, infine, veicola l'informativa posteriore all'assemblea secondo il quale la società è tenuta ad emettere un rendiconto sugli esiti delle votazioni effettuate in assemblea entro cinque giorni dalla stessa e i verbali dell'assemblea entro i trenta giorni successivi;

- partecipazione all'assemblea, per cui il legislatore ha voluto sempre più tutelare le minoranze introducendo la possibilità che si possa esercitare il voto in via elettronica (ai sensi dell'art.127 t.u.t), secondo il rispetto di determinati requisiti valutati dalla Consob. È stata introdotta anche un nuovo sistema di legittimazione a partecipare che prescinde dalle vicende traslative dei titoli azionari successive a una certa data. Questo sistema prende il nome di *record date* ed è disciplinato dall'*art.83 sexies t.u.f.* Per garantire maggiormente il diritto di voce e una tutela ulteriore dei soci è previsto ai sensi dell'*art.127 ter* che gli stessi possano porre delle domande riguardo l'ordine del giorno anche prima dell'assemblea, e nel caso siano una minoranza qualificata è previsto che chiedano un'integrazione delle materie deliberate in assemblea (*art.126 bis t.u.f.*);
- disposizioni in materia di acquisto di azioni proprie e della controllante, nonché delle norme in materia di maggiorazione del dividendo (*art.127 quarter t.u.f.*), la maggiorazione del voto e del voto plurimo (derogando il principio "*one share-one vote*" secondo cui non si può attribuire più di due voti per ogni azione detenuta da uno stesso socio).

Una precisa disciplina sull'informativa per le società per azioni aperte è prevista anche per i patti parasociali. In primo luogo, il t.u.f. individua le tipologie di accordi rilevanti soggetti a obblighi informativi: in genere i principali sono in materia di voto, più precisamente di negoziazione, blocco, acquisti sinergici, accordi di controllo e accordi relativi a offerte pubbliche di acquisto (*art. 122 TUF*).

I patti, in qualunque forma esso sia stipulato, devono essere comunicati alla Consob, pubblicato in un estratto dal quotidiano, depositato presso il Registro delle Imprese presso la sede della società, ed infine comunicato alla società interessata. La Consob determina le modalità e i contenuti delle comunicazioni, degli abstract e delle pubblicazioni secondo le modalità previste. Il mancato rispetto di tali obblighi renderà nullo il patto. (*t.u.f. art. 122, comma 3*).

Con riferimento invece all'organo di amministrazione, per le società per azioni quotate, e più precisamente per la sua composizione interna si è accentuato il ricorso alla delega di funzioni rafforzando il controllo del collegio sindacale (e la valutazione) sulla struttura organizzativa dell'azienda, sulla gestione della stessa e sull'esercizio degli organi delegati. Infatti, l'*art.150 t.u.f* conferisce in capo agli amministratori un ulteriore dovere informativo verso il collegio

sindacale sulle attività svolte nell'esercizio, sulle operazioni di maggior rilievo e le operazioni di interesse. All'interno l'amministrazione delle società quotate si compone di diversi comitati consiliari, composti più che altro da amministratori indipendenti (istituzione fortemente volute dal Codice di Autodisciplina). In tali comitati è necessario che i soggetti partecipanti abbiano competenze specifiche, in modo da poter distinguere gli amministratori esecutivi e non da amministratori espressione delle minoranze e da amministratori indipendenti. Per far sì che ciò accada l'*art.147 ter t.u.f* prevede che i componenti del consiglio di amministrazione delle società per azioni quotate siano eletti selezionati tra una rosa di candidati, ex ante determinata la quota di capitale richiesta per la loro presentazione (generalmente non superiore a un quarantesimo del capitale, ovvero diverse misure stabilite dalla Consob).

Dalla Consob è anche regolamentata la parità di genere all'interno dell'assemblea (*art.147 ter*, introdotto con l.n. 120/2011).

L'*art.2391 bis c.c.*, il quale trattava le operazioni con parti correlate, è stato in parte declinato dalla delibera n.17221/2010 della Consob che ha introdotto una nuova definizione di parte correlata, i criteri di rilevanza delle operazioni, processi procedurali e presidi per la fase di attuazione operativa, in cui i ruoli chiave sono attribuiti ad amministratori indipendenti riuniti in un apposito comitato.

Con riferimento sempre alle società quotate e alla necessità che l'esercizio di queste sia fortemente controllato per limitare i rischi connessi con la loro attività, il legislatore ha cercato di porre una sorveglianza più accurata affidando una buona parte delle funzioni di controllo contabile e della certificazione del bilancio a una società di revisione esterna. Iscritta in un albo. L'*art.149 t.u.f* assegna le materie di vigilanza assoggettate al collegio sindacale, quali: l'osservanza della legge e dell'atto costitutivo; il rispetto dei principi di corretta amministrazione; l'adeguatezza della struttura organizzativa della società per gli ambiti di competenza, del sistema di controllo e di quello amministrativo; le modalità di attuazione delle regole di governo societario previste dai codici di comportamento a cui la società ha palesato l'adesione; l'adeguatezza delle disposizioni assegnate alle controllate della società. Per verificare il rispetto delle sopracitate funzioni al collegio sono affidati poteri istruttori, ispettivi, di controllo, informativi, di partecipazione alle adunanze di altri organi sociali (*art.150-151 t.u.f*). Nel caso in cui il collegio si accorgesse di irregolarità, da comunicazione alla Consob e può nel caso procedere a una denuncia al tribunale se ritiene che la responsabilità sia degli amministratori. Una delle novità più rilevanti riguarda poi i sindaci espressione della minoranza, con la l.n.262/2005 e il d.lgs.n.303/2006 a quest'ultimi spesso la nomina di un solo sindaco secondo le stesse modalità di nomina degli amministratori eccetto per la necessità di un limite minimo di capitale richiesto. La Consob ha poi definito determinate situazioni in cui sussistono rapporti evidenti e non tra soci di riferimento e soci di minoranza, in modo da assicurare il più possibile l'estraneità del sindaco di minoranza dalle

compagnie dei sindaci di maggioranza. Sono rimandate alla Consob tutte le definizioni dei requisiti necessari affinché un sindaco possa essere eletto, e allo stesso modo a questa sono rimandati i casi in cui la carica di sindaco può cessare.

In materia di revisione contabile invece col tempo si è giunti all'unificazione di disposizioni divise tra Codice civile e tuf, e alla contemporanea attuazione della *direttiva 2006/43/CE*, con l'emanazione del *d.lgs 27.1.2010 n.39* che prende il nome di Testo Unico della Revisione.

L'ultima modifica di tale decreto risale alla *dir. Audit 2014/56/UE*.

Il *t.u.rev.* indica un sotto-insieme di norme per alcune società qualificate come enti di interesse pubblico (EIP) e/o società italiane emittenti valori mobiliari ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati italiani e dell'Unione Europea. Le società per azioni quotate hanno l'obbligo di redigere il bilancio secondo principi contabili internazionali, al contrario degli istituti non quotati che non hanno l'obbligo bensì la facoltà di applicarli. La possibilità di non aderirvi per le società non quotate è stata introdotta con la legge di bilancio 2019, che ha modificato il d.lgs.38/2005 art.2 bis. I soggetti tenuti ad applicare tali principi sono elencati all'art.2 del suddetto decreto legislativo, e alcuni sono di seguito riportati:

- società quotate, cioè emettono strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati di qualsiasi Stato membro dell'UE;
- società emittenti di strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in maniera rilevante anche se non quotati su mercati regolamentati;
- società consolidate da quelle per le quali vige l'obbligo di adozione dei principi contabili internazionali.

I principi a cui si fa riferimento sono ben 37 norme che prendono il nome di IAS/IFRS, emanati dall'International Accounting Standards Board (IASB) e approvati dalla comunità europea con lo scopo di armonizzare le regole contabili fra i vari Paesi. L'applicazione di tali principi è indirizzata obbligatoriamente alle grandi società quotate e/o che redigono bilanci consolidati poiché l'interesse da tutelare è sempre quello degli investitori, preoccupati della gestione futura più che di quella passata e che riescano in maniera semplice ed efficace ad accedere a tali informazioni sulla gestione.²⁴

La differenze principali tra la codicistica italiana in materia di principi contabili e i principi IAS sono da riscontrare nella finalità delle informazioni che producono con i due metodi: nel primo caso, quindi secondo i principi previsti dal codice civile e relativi a società solitamente di piccole o medie dimensioni e con una scarsa base azionaria, le finalità d'informazioni riguarderanno il reddito dell'esercizio trascorso e il metodo di distribuzione dei dividendi; nel secondo caso, i principi IAS, le informazioni sono finalizzate a individuare l'andamento

²⁴ • “IAS/IFR: i principi contabili internazionali trasformano la redazione dei bilanci”, Daniele Gualdi, <https://it.pearson.com/content/dam/region-core/italy/pearson-italy/pdf/diritto-economia/aggiornamenti/aggiornamenti-normativi/AREE%20DISCIPLINARI%20-%20PARAMOND%20-%20AGG%20-%202015%20-%20PDF%20-%20IAS-IFR%20principi%20contabili%20internazionali%20redazione%20bilanci.pdf>

previsionale futuro della società e a determinare il valore corrente dell'impresa e il suo capitale azionario. L'attenzione nei due casi è posta quindi su due orizzonti temporali diversi, nel primo caso si guarda all'esercizio appena trascorso (metodo del costo storico) mentre nel secondo caso l'importante è prevedere quanto produrrà in futuro l'azienda (principio di prevalenza della sostanza sulla forma giuridica). Nel concreto la struttura del bilancio redatto secondo i principi IAS è composta da: stato patrimoniale, conto economico, prospetto delle variazioni del patrimonio netto, rendiconto finanziario e note esplicative. Questi documenti sono accompagnati da: un prospetto della posizione finanziaria al termine dell'esercizio, un prospetto degli utili e delle perdite contabilizzati nell'esercizio e un prospetto della posizione finanziaria all'inizio del più vecchio esercizio presentato ai fini comparativi.

In queste il compito di revisione legale non spetta al collegio sindacale, ma appunto a una società di revisione esterna di cui però il collegio può verificarne l'operato. E' stabilito, ai sensi dell'*art.154 ter t.u.f*, che la società di revisione debba esprimere una relazione pubblica contenente il giudizio sul bilancio e la regolare tenuta della contabilità sociale poiché l'assemblea è tenuta a documentare e a dare notizie utili alla società per svolgere tali compiti. Il giudizio della società di revisione può essere di quattro tipi: senza e con rilievi, negativo o di impossibilità di esprimere un giudizio. Nel caso in cui la società emanasse l'ultimo tipo di giudizio viene subito informata la Consob (*art. 156, comma 2 t.u.f*).²⁵

²⁵Bilancio di esercizio. Principi contabili internazionali. https://www.treccani.it/enciclopedia/bilancio-di-esercizio-principi-contabili-internazionali_%28Diritto-on-line%29/

CAPITOLO 3: L'ITALIA E LA QUOTAZIONE: IL GRUPPO BARILLA.

3.1 La quotazione per le grandi imprese italiane.

La decisione di quotarsi è quindi una delle scelte maggiormente importanti per una società, e come abbiamo visto la differenza fra una società quotata e una società chiusa è la variabile più influente su tale scelta. In Italia attualmente non sono molte le società quotate sui mercati, soprattutto quando guardiamo a casi di società di grandi dimensioni che lavorano anche a livello internazionale. Nonostante lo sviluppo e il successo che la quotazione in Borsa ha avuto negli ultimi anni a livello internazionale, in Italia è ancora un'incognita per quasi la maggior parte dei marchi italiani più famosi. Perciò la maggior parte delle società Borsa Italiana, la società principale che gestisce l'MTA, continua a sponsorizzare e rendere invitante la quotazione come fosse la vetrina di un negozio d'alta moda che deve attirare un numero sempre maggiori di clienti. Possiamo infatti definire la quotazione proprio come il miglior strumento per una società per mostrarsi al pubblico, non solo nazionale ma anche internazionale. A fine dicembre in Italia si contavano ben 407 società quotate, con una capitalizzazione che ha raggiunto 3.667,2 milioni di euro, di cui la maggior parte dovuto alle IPO. Il settore che si è incrementato di più rispetto agli altri è quello del PMI, su cui si concentra il mercato AIM di Borsa italiana che da poco ha cambiato nome in Euronext Growth Milan.

Secondo degli studi risulta che nel nostro Paese la capitalizzazione delle società quotata in borsa non raggiunge neanche un terzo del PIL nazionale: rappresenta infatti il 32% del PIL in Italia, mentre in altri paesi come Germania o Inghilterra raggiunge oltre il 60%. È comunque importante specificare che una società può anche essere molto capitalizzata, quindi di grandi dimensioni, ma decidere di non quotarsi sul mercato. Il lato opposto della quotazione è il ricorso al prestito bancario, anche definita raccolta di capitale a debito, e/o l'autofinanziamento. In Italia è molto alto il livello di dipendenza delle società dagli intermediari bancari a causa della poca fiducia nel sistema borsistico. I motivi condivisi che portano le società ad allontanarsi dal mercato piuttosto che avvicinarsi sono stati definiti, alcuni tra i più importanti in un sondaggio di Livolsi&Partner sono quattro: la scarsa attitudine alla trasparenza, la difficoltà nel parlare con investitori esterni e amministratori indipendenti; mantenere la gestione nel gruppo familiare e sopportare i costi inerenti alla quotazione.

Figura 1, I motivi che spingono le PMI a non quotarsi



Fonte: 1 Report Livolsi&Partner

3.2 La scarsa attitudine alla trasparenza

Il primo, tra i motivi che meritano attenzione per comprendere come mai una società decide di non quotarsi, è proprio la bassa inclinazione delle società a condividere tutti i documenti richiesti dalle Autorità di vigilanza del mercato. Come detto nei capitoli precedenti, l'iter burocratico che accompagna sia il processo di quotazione sia il mantenimento della propria posizione sul mercato è molto complesso ed articolato. Col fine di tutelare gli investitori e mantenere la fiducia degli stessi verso l'investimento finanziario, quest'ultima necessaria affinché il mercato continui a funzionare efficacemente, è necessario che tutti gli emittenti quotati pubblichino rendicontazioni economico-patrimoniali e dettagli della propria attività e che questi documenti siano oltretutto esaminati con attenzione dalle Autorità di controllo. La vigilanza riservata alle società quotate non è da tutte le società ben viste, poiché è possibile che talune società non vogliano rendere pubblici gli andamenti dell'attività d'esercizio. Perciò con "scarsa attitudine alla trasparenza" si vuole intendere proprio l'avversione a determinate rigidità e normative. L'avversione e la necessità di regole in capo agli emittenti per il buon funzionamento del mercato entrano quindi in contrasto, provocando il fenomeno di disinvestimento o di non quotazione delle società. Un esempio di rigidità che, nel caso di società non quotate, è possibile non rispettare sono i principi contabili secondo cui redigere il bilancio d'esercizio. Alla fine del paragrafo 2.7.6 sono stati introdotti i principi IAS/IFRS in contrapposizione ai principi nazionali e al Codice civile, obbligatori per le società quotate e non per quella non quotate. Non entrando troppo nell'ambito tecnico di applicazione di quest'ultimi, la scelta di quotarsi implica per le società l'obbligo di adempiere a tali principi durante la redazione del bilancio d'esercizio. Per tale motivo e per la relativa scarsa

propensione alla trasparenza le società decidono di non intraprendere la quotazione, volendo mantenere riservate le informazioni economiche e finanziarie.

Davidson, Stickney e Weil definirono questo meccanismo nello specifico, di macchinizzazione di tali principi contabili per determinare un utile, come “earnings management” e ne individuano gli elementi principalmente nelle società non quotate rispetto a quelle quotate.

3.3 Lo scarso dialogo con gli investitori

Allo stesso modo dell'avversione alla trasparenza, un ulteriore ostacolo delle società riguarda l'inserimento nella società di terzi che acquistando azioni acquistano una parte della proprietà della stessa, ipotizzando una situazione di perdita del controllo della società da parte dei proprietari. Difatti i documenti informativi che le società per azioni che operano sul mercato devono redigere periodicamente rappresentano una fonte di informazioni necessaria e obbligatoria che bisogna fornire agli investitori, e tali informazioni non riguardano solo la situazione finanziaria e/o economica della società bensì indicano anche le scelte strategiche intraprese dai manager della stessa. Rendere pubbliche le modalità d'investimento che una società decide di attuare rende ostico

3.4 Gestione aziendale familiare

In relazione ai primi due motivi, e al concetto di società chiusa di Bergson che abbiamo esposto nel capitolo precedente, un ulteriore causa di limitazione per le società sulla scelta di quotarsi o meno È la matrice familiare nella governance della stessa. Infatti, principalmente in Italia, la maggior parte delle aziende sono state istituite da famiglie che ne hanno conservato la gestione nel tempo. La caratteristica che distingue le aziende italiane da quelle estere riguarda esclusivamente la gestione della società prevalentemente nelle mani della famiglia. L'approccio delle aziende familiari È di tipo conservativo e pì a lungo termine. Per definire cosa si intende per azienda familiare basta leggere la definizione ai sensi dell'art. 230-bis del Codice civile, ovvero: un'impresa nella quale collaborano il coniuge, i parenti entro il terzo grado e gli affini entro il secondo grado dell'imprenditore

3.5 I costi di quotazione

L'ultimo fra i motivi proposti nell'indagine di Liviosi&Partner sono appunto i costi che sottostanno al processo di quotazione. Nel caso in cui la scelta desse una risposta positiva in termini economici, sicuramente i profitti riuscirebbero a coprire tali costi, ma quando si ha la certezza che questo accada? Quasi mai, in quanto l'andamento futuro può essere solo una mera previsione, e non può definire per certo se quei costi saranno rimborsati o meno. Negli ultimi anni, comunque, data la crescita dell'investimento in termini di quotazione, il legislatore ha rivolto l'attenzione su tutti gli aspetti che potessero sembrare una barriera all'entrata. Attualmente sono molti gli incentivi pubblici a favore di start-up o PMI che vogliono ampliarsi ricorrendo al mercato, per ridurre i costi da sopportare all'entrata e durante il mantenimento in borsa.

3.6 La storia di Barilla

La Barilla S.p.A. è una delle poche società italiane che ha raggiunto un successo internazionale, qualificandosi come leader mondiale nel settore della pasta. La crescita esponenziale del gruppo Barilla nasce dall'idea di Ovidius De Barillorum, maestro dell'arte dei fornai che nel 1553 firmava i "Capitoli della società per fabbricare il pane venale" nella città di Parma, ma si sviluppa concretamente con l'apertura nel 1877 di una modesta bottega di pane nella medesima città, sotto la guida di Pietro Barilla senior. Nel 1891 Pietro cerca di ampliare l'attività, fallendo e portando alla miseria la propria famiglia. Nonostante la dura battuta d'arresto di quell'anno Pietro continua a lavorare sodo in una bottega intestata alla moglie, e nel 1905 risolve le finanze della famiglia. Nel 1910 i suoi figli, Gualtiero e Riccardo, iniziano a lavorare nell'azienda e cercano di orientare l'attività a una produzione al di là delle mura cittadine. La produzione cresce e rende bene, e anche con l'avvento della Prima Guerra Mondiale l'azienda viene incaricata di rifornire l'esercito al fronte. Subito dopo i primi anni della guerra, Gualtiero muore e la responsabilità e gestione dell'azienda ricade interamente su Riccardo. Quest'ultimo amplia l'azienda e introduce macchinari innovativi ed avanzati, come ad esempio pressa-impastatrice continua italiana costruita dai fratelli Braibanti. Nel 1936 nell'azienda entrerà il figlio di Riccardo, Pietro, il quale si occuperà dello sviluppo del settore commerciale. La volontà di Pietro era rendere Barilla non solo un'azienda orientata alle commesse pubbliche, ma che potesse attirare anche il mercato dell'alta borghesia. Perciò decide di lanciare sul mercato un nuovo tipo di pasta Fosfina, arricchita di fosforo e dietetica, e la pasta glutinata, destinata all'alimentazione dell'infanzia. Questi nuovi prodotti saranno la svolta per il successo dell'azienda, la quale si estenderà al nord d'Italia e

incrementerà notevolmente le vendite. Con lo scoppio della Seconda Guerra Mondiale si ha una seconda battuta d'arresto e l'azienda sarà requisita per rifornire l'esercito.

Nel 1947 Riccardo Barilla muore e i figli, Pietro e Gianni, prenderanno in mano la gestione dell'azienda. Gli anni Cinquanta sono anni di forte crescita per Barilla, nasce una nuova impostazione tecnico culturale e si orienterà al mercato ed alla tecnologia. Per far sì che l'azienda si sviluppi sotto tutti gli aspetti, Pietro Barilla vola in America e sviluppa risposte a tutti i problemi di comunicazioni che sembravano limitare l'azienda italiana. Nel 1958 Barilla compare per la prima volta in televisione con un suo spot pubblicitario, che negli anni sarà sempre rimodernato e sviluppato fino a renderlo uno dei mezzi principali di comunicazione del brand. L'azienda si amplia sempre di più con gli anni, e si concentra alla produzione di pasta piuttosto che di pane. Nel 1970 il contesto italiano porta i due fratelli a cedere le quote di maggioranza dell'azienda alla multinazionale statunitense Grace. Pietro Barilla è l'unico dei due fratelli che mantiene una parte di azionariato dell'azienda, e sarà proprio lui a riacquistarla nel 1979. Nel 1990 Barilla diviene azienda leader in Italia e inizia un processo di internalizzazione per svilupparsi anche a livello europeo: acquista la Misko, società produttrice di pasta in Grecia; diventa azionista di maggioranza della Pavesi; acquista la società svedese Wasa; nel 2001 firma una joint-venture con il gruppo Herdez in Messico. Nel 2002 lancia un'offerta pubblica di acquisto del gruppo tedesco Kamps. Negli ultimi anni Barilla ha poi intrapreso vari progetti per analizzare ed affrontare le sfide alimentari del prossimo futuro. Viene ampliata sempre di più l'azienda, con l'istituzione di nuovi stabilimenti per il nord d'Italia e nel 2017 diventa leader mondiale nel mercato della pasta, dei sughi pronti in Europa e dei prodotti da forno in Italia. Ad oggi Barilla è uno dei marchi maggiormente riconosciuti a livello globale, con un fatturato che a fine 2020 arriva a toccare i 3.890 milioni di euro. Infatti, nonostante la grande recessione provocata dalla crisi pandemica degli ultimi due anni, il settore alimentare ha subito meno l'impatto rispetto agli altri settori a causa della sua priorità in termini di consumo. Ma oltre alla domanda costante dei beni alimentari da parte dei consumatori, È stata sicuramente una strategia di governance ad influenzare l'andamento della società nel periodo pandemico. Barilla ha sviluppato notevoli iniziative di sviluppo a lungo termine, quali: la concentrazione degli impianti nella produzione dei beni con la domanda maggiore, rinviando gli investimenti non necessari; si è proseguito con la ristrutturazione degli impianti produttivi e si è avviata la costruzione del nuovo stabilimento in Russia, con annesso mulino; ma soprattutto la collaborazione tra gli organi interni di governance aziendale ha assicurato l'evoluzione della gestione in una prospettiva di going concern di lungo periodo. Come tutte le grandi società Barilla si è impegnata attualmente a diminuire l'inquinamento e sostenere i progetti in materia di sostenibilità, come gli Accordi di Parigi e l'Agenda 2030. Ad oggi Barilla ha ridotto del 31% le emissioni di CO2 eq. e del 23% il consumo idrico per tonnellata di prodotto finito,

impegnandosi di raggiungere nei prossimi mesi il 100% delle confezioni progettate per essere riciclabili.

3.7 La scelta di non quotarsi

La posizione del gruppo Barilla è da sempre stata chiara e rigida nei confronti del mercato finanziario, alle volte anche dispregiativo. L'azienda ha sempre decantato dei forti valori fondanti su cui l'intera attività si basava, tra cui principalmente l'attaccamento al territorio e uno spirito imprenditoriale fortemente tradizionalista. Molte volte nel corso degli anni si è posto l'interrogativo al Presidente Barilla, riguardo la possibilità per la società di quotarsi in borsa ma nelle diverse occasioni la risposta è sempre stata la medesima. Nel 2013 ha chiarito: "Non è un pensiero che abbiamo giornalmente sul tavolo, l'azienda è molto forte e sa vivere delle sue gambe e della sua identità" e nel 2016 ha poi aggiunto: "La quotazione in Borsa non ci interessa, cresciamo con i nostri mezzi". Nonostante il categorico rifiuto verso la quotazione, la crescita dell'azienda ha comunque superato i confini territoriali fino ad arrivare al mercato internazionale nel quale si è sicuramente saputa affermare. Ad oggi, infatti, Barilla conta più di 600 milioni di fatturato solo in USA e una quota di mercato del 30%. Ad oggi il comparto estero rappresenta il 55% del fatturato complessivo, relativamente inferiore rispetto alla media delle "multinazionali tascabili" (intese come imprese caratterizzate da leadership competitiva, governance evoluta e presenza sui mercati internazionali) per le quali invece il comparto si aggira intorno all'80% del fatturato totale. La scarsa fiducia nel mercato dei capitali e il notevole successo che l'azienda, anche all'estero, ha riscontrato senza la quotazione ha rafforzato il pensiero già inizialmente espresso dal gruppo. L'impronta familiare che ha accompagnato la nascita e l'evoluzione della società, traducibile nell'avversione all'innovazione, influisce particolarmente sulla decisione di non quotarsi della stessa. Questa influenza, negativa se così dobbiamo definirla, influisce però solo dal lato dell'azienda poiché secondo uno studio, "The Credit Suisse Family 1000 in 2018", si è rivelato come le aziende a gestione familiare siano in realtà l'obiettivo di molti investitori. Nel report si legge infatti che "le aziende di famiglia sottoperformino le imprese non a conduzione familiare nei periodi di miglioramento delle condizioni economiche o del sentiment. Ciononostante, in una prospettiva a lungo termine, le aziende di famiglia generano una maggiore crescita dei ricavi in tutte le aree geografiche e livelli di redditività più elevati". Perciò nonostante il profilo della società Barilla rispecchi in pieno quello delle maggiori società redditizie in borsa, e soprattutto rappresenti l'ideale di società a cui gli investitori darebbero fiducia, la decisione del gruppo è irremovibile. O almeno così lo è stata fino ad ora.

3.8 Delisting

Al pari delle società che decidono, in relazione ai motivi precedentemente esposti, di non quotarsi vi sono le società che decidono di fare un passo indietro e uscire dalla Borsa.

Ultimamente è in forte aumento il fenomeno del cd. delisting, in cui una società precedentemente quotata su una borsa valori viene rimossa dalla stessa. Come abbiamo detto per mantenere la posizione di società quotata è necessario rispettare molte regole e notevoli costi. Non sempre le società si troveranno in condizioni favorevoli per poter mantenere tali standard, e nel peggiore dei casi l'uscita dalla quotazione sembra l'unica soluzione.

Il procedimento può avvenire o per volontà della società, o per mancanza dei requisiti richiesti. Nel primo caso sarà la società a richiedere la cancellazione delle proprie azioni sul mercato nel momento in cui risconterà che siano maggiori i costi rispetto ai benefici derivanti dalla quotazione. Nel secondo caso invece la società subirà la decisione da parte delle Autorità di Vigilanza, le quali a seguito di determinati controlli riterranno i titoli di una società non conformi ai requisiti previsti dalla Borsa.

Non è sempre così però, alle volte l'uscita di scena di una società può derivare da altri fattori, quali: operazioni di straordinaria amministrazione come progetti di fusione o acquisizione da parte di un'altra società, attraverso l'avvio di un'offerta pubblica di acquisto (OPA); l'avvento di periodi di crisi e instabilità dei mercati finanziari (come ad esempio l'impatto della crisi pandemica); la pianificazione strategica di una società di voler sfruttare un determinato momento favorevole del mercato, in cui il valore dei propri titoli è particolarmente alto e si prevedono cali di prezzi futuri. Al concetto di delisting vengono associate altre situazioni, affini ma diverse, in cui ad esempio la transazione gestita interamente dall'insider prevede l'acquisizione dell'intero capitale azionario (public-to-private transaction) oppure a seguito dell'abbandono della borsa valori l'impresa mantiene la vendita dei titoli cancellati in mercati OTC (fattispecie che avviene soprattutto nei mercati americani, in cui le transazioni su titoli cancellati avvengono in mercati non regolamentati). Secondo i dati degli ultimi mesi la capitalizzazione del mercato italiano è scesa: passando dai 757 miliardi di fine 2021 a 678 miliardi nel mese di aprile.

CONCLUSIONI

Con questo lavoro si è cercato di approfondire tutti gli aspetti che spingono la Borsa sempre più lontana dalle realtà delle società italiane. Dall'aspetto prettamente economico, riguardo il sostegno di costi di mantenimento alti, a quello più moralistico, basato su principi e valori tradizionalisti. L'elevato successo che la quotazione sta avendo in questo periodo, a livello internazionale, e allo stesso tempo il rischio insito in questa ha suscitato notevoli dubbi riguardo l'efficacia del mercato come trampolino di lancio per le società emergenti e come strumento di crescita per le società già avviate. Le società per Azioni sono la categoria di società maggiormente diffusa in Italia, ma la possibilità di ricorrere al mercato del capitale di rischio non è detto, anzi come abbiamo visto non è, che sia una scelta altrettanto diffusa. I costi di quotazione e di permanenza sul mercato, i documenti informativi da redigere periodicamente, la perdita limitata del controllo della società a livello gestionale e strategico, la costante verifica della performance aziendale rappresentano l'altra faccia della medaglia di cui parlavamo all'inizio. Motivi che, accentuati da un contesto come quello italiano in cui i valori restano più conservatori rispetto a quelli di altri Paesi, segnano il limite dello sviluppo del mercato per le società italiane.

Il caso Barilla voleva essere emblema di tutte le multinazionali che, nonostante la possibilità di sostenere determinati costi e requisiti, optano per crescere con le proprie gambe. Come molte altre società che invece hanno optato per la quotazione, abbandonandola poco dopo. Se una società come Barilla riesce a crescere anche all'estero senza l'aiuto della quotazione e una buona parte delle società italiane quotate decidono di abbandonare il mercato dopo poco dalla loro entrata, sarà forse che la quotazione non è una fase in cui obbligatoriamente passano tutte le società (come alcuni sostengono) ma che alle volte è solo un abbaglio?

Bibliografia

- *“Manuale di diritto commerciale”, Gian Franco Campobasso Vol 2 X edizione*
- *Presti Rescigno Vol II X edizione*
- *Codice Civile*
- *“La prescrizione nel diritto societario”, Rivarolo Rossella 2017*
- *“Le società”, Tomo I Alberto Stagno D’Alcontres e Nicola De Luca*
- *“Diritto ed economia delle società”, Vella Francesco e Bosi Giacomo, edizione 2020*
- *“Il nuovo diritto societario”, Aurelio Nanni, edizione 2003*
- *“Le società per azioni quotate. Alcune regole di funzionamento”, Rolandino Guidotti,*
- *“Il valore dell’assetto proprietario. Stato dell’arte ed evidenza italiana”, Maurizio La Rocca, 2013*
- *“Società per azioni. Costituzione e funzionamento”, Gastone Cottino e Marcella Sarale, 2013*
- *“La società per azioni quotata”, Paolo Montalenti, 2010*
- *“Impresa, società di capitali e mercati finanziari”, Paolo Montalenti, 2017*
- *“Commentario al codice civile. Artt.2421-2451: Società per Azioni”, Paolo Cendon, Giuffrè 2010*
- *“Commentario al codice civile. Artt.2325-2362: Società per Azioni”, Paolo Cendon, Giuffrè 2010*
- *“Commentario al codice civile. Artt.2363-2396: Società per Azioni”, Paolo Cendon, Giuffrè 2010*
- *“Il nuovo diritto societario. Commento al D.lgs.17 gennaio 2003, n.6, D.lgs 17 gennaio 2003, n.5, D. lgs.11 aprile 2002, n.61 (art.1)”, Niccolò Abriani, 2004*
- *“Dall’unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa italiana”, Consob, 2011*
- *“Codice di Autodisciplina”, Borsa Italiana, 2018*

- *“La riforma delle società. Osservazioni generali”*, Ragionieri Commercialisti Consiglio Nazionale
https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/system/files/imce/aree-tematiche/pac/RDS_Osservazioni.pdf
- *“Storia e principi generali del diritto commerciale” Parte I*
<https://www.giappichelli.it/media/catalog/product/excerpt/9788892106246.pdf>
- *“Riforma del diritto societario. Disposizioni correttive e integrative”*, Fondazione Luca Pacioli, 2004
https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/system/files/imce/aree-tematiche/pac/DOC_2004_7_Riforma%20dir.%20soc._Disposizioni%20correttive%20e%20integrative.pdf

Sitografia:

- *“The italian notaries. Cos'è il diritto”*, ultima visita 22 aprile 2022 da <https://www.notaio-busani.it/it-IT/il-diritto.aspx>
- *“Società che fanno ricorso al mercato del Capitale di rischio – Le società quotate e le società con Azioni diffuse”*, Ancora Pari ultima visita 30 aprile <https://ancorpari.it/societa-che-fanno-ricorso-al-mercato-del-capitale-di-rischio-le-societa-quotate-e-le-societa-con-azioni-diffuse>
- *“Principi contabili internazionali (IAS/IFRS)”*
<https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/node/51>
- *“IAS/IFR: i principi contabili internazionali trasformano la redazione dei bilanci”*, Daniele Gualdi, <https://it.pearson.com/content/dam/core/italy/pearson-italy/pdf/diritto-economia/aggiornamenti/aggiornamenti-normativi/AREE%20DISCIPLINARI%20-%20PARAMOND%20-%20AGG%20-%202015%20-%20PDF%20-%20IAS-IFR%20principi%20contabili%20internazionali%20redazione%20bilanci.pdf>

- “ Il processo di quotazione”, Borsa Italiana ultima visita 10 maggio 2022 <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-processo-di-quotazione/il-processo-di-quotazione.htm>
- “Quali sono i principali indici di borsa mondiali?”, Borsa Italiana ultima visita 10 maggio 2022 <https://www.orafinanza.it/it/quali-sono-i-principali-indici-di-borsa-mondiali>
- “Barilla deve spingere sulla crescita internazionale”, Beniamino Andrea Piccone, ultima visita 5 giugno 2022 <https://www.thesocialpost.it/2021/06/18/barilla-deve-spingere-sulla-crescita-internazionale/?amp=1>
- “Perché le imprese italiane non amano quotarsi in borsa: i dati e le possibili soluzioni” <https://tg24.sky.it/economia/2021/09/28/poche-imprese-italiane-borsa>
- “La storia di Barilla” ultima visita 5 giugno 2022 <https://www.archiviostoricobarilla.com/esplora/focus/storie-aziendali/barilla/storia-barilla/>
- “Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana e su AIM Italia” https://www.assolombarda.it/fs/2010341568_183.pdf
- “Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria” <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/84/sistema-europeo-di-vigilanza-finanziaria-sevif->
- “Chi siamo”, Borsa Italiana <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/chi-siamo/home/chi-siamo.htm>
- “Borsa italiana: varie sezioni, mercati ed indici”, Luca Palla <https://startingfinance.com/approfondimenti/borsa-italiana/>
- “La vigilanza della Consob” <https://www.consob.it/web/investor-education/la-vigilanza-della-consob>
- “Quali sono i principali indici di Borsa mondiali?” <https://www.orafinanza.it/it/quali-sono-i-principali-indici-di-borsa-mondiali>
- “Bergson, prepararsi a vivere bene” <https://gabriellagiudici.it/bergson-prepararsi-a-vivere-bene/>

- *“Perché le imprese italiane non amano quotarsi in borsa: i dati e le possibili soluzioni”* <https://tg24.sky.it/economia/2021/09/28/poche-imprese-italiane-borsa>