

LUISS



Dipartimento di Giurisprudenza

Cattedra di Diritto Commerciale Progredito

**LA NUOVA DISCIPLINA DEGLI EMITTENTI STRUMENTI
FINANZIARI DIFFUSI FRA IL PUBBLICO IN MISURA RILEVANTE**

Relatore

Chiar.mo. Prof.

Gian Domenico Mosco

Correlatore

Chiar.mo. Prof.

Antonio Nuzzo

Candidato

Marco Morano

Matricola 160573

A.A. 2023/2024

INTRODUZIONE	6
CAPITOLO I	10
LE SOCIETÀ APERTE NON QUOTATE E IL MERCATO DEI CAPITALI IN ITALIA.....	10
I.1 IL MERCATO DEI CAPITALI IN ITALIA, TRA MERCATI REGOLAMENTATI E NON REGOLAMENTATI	10
<i>I.1.1 L'evoluzione del concetto di strumento finanziario.....</i>	<i>10</i>
<i>I.1.2 Le sedi di negoziazione: tra Mercati Regolamentati, Sistemi Multilaterali di Negoziazione e Sistemi Organizzati di Negoziazione.....</i>	<i>11</i>
<i>I.1.3 Il concetto di Sistema nella Direttiva MiFID II.....</i>	<i>13</i>
<i>I.1.4 Il Regolamento di gestione quale tratto distintivo dei mercati regolamentati. </i>	<i>16</i>
I.2 DALLA QUOTAZIONE D'UFFICIO ALLO SCALINO NORMATIVO NEL D. LGS. N. 58 DEL 1998.....	20
<i>I.2.1 Gli emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante. Ragioni ed origini della loro introduzione: brevi cenni.....</i>	<i>20</i>
<i>I.2.2 La quotazione d'ufficio e il modello societario introdotto dall'articolo 116 del Testo Unico.....</i>	<i>22</i>
<i>I.2.3 Il concetto di diffusione e il suo rapporto con quello di negoziazione: i differenti orientamenti alla prova della nuova disciplina legislativa.....</i>	<i>29</i>
<i>I.2.4 Il pubblico presso il quale sono diffusi gli strumenti finanziari: un soggetto volutamente indefinito.....</i>	<i>36</i>
I.3 UNO SCALINO MAL COSTRUITO E APPESANTITO DA UNA LEGISLAZIONE CHE NE HA CAUSATO IL CEDIMENTO	38
<i>I.3.1 La delegificazione e la Riforma del diritto societario: momenti cruciali per la costruzione dello scalino.....</i>	<i>38</i>
<i>I.3.2 La Riforma delle società per azioni, tra nuovi modelli e differenti statuti. ...</i>	<i>40</i>
<i>I.3.3 Gli obblighi previsti dal Testo Unico: una delle cause della mancata costruzione di un vero scalino normativo.....</i>	<i>47</i>
<i>I.3.4 La volontarietà dei parametri qualitativi indicati al secondo comma dell'articolo 2-bis del Regolamento Emittenti.....</i>	<i>56</i>

I.4 BREVI CENNI AI 58 EMITTENTI DIFFUSI INSERITI NELL' ELENCO CONSOB	62
CAPITOLO II.....	66
LA RECENTE RIFORMA DELLO SCALINO NORMATIVO.....	66
II.1 CRITICITÀ DELLO SCALINO E BREVI CENNI ALLA SUA RECENTE MODIFICA	66
<i>II.1.1 Breve excursus sulle ragioni del Testo Unico e della sua modifica a più di un venticinquennio dalla sua entrata in vigore.</i>	<i>66</i>
<i>II.1.2 Il T.U.F. e il tessuto economico-culturale italiano.</i>	<i>68</i>
<i>II.1.3 Il superamento dell'unicità del modello societario «di base»: il deludente «sistema a guardaroba» e l'assenza di un effettivo scalino normativo.</i>	<i>73</i>
<i>II.1.4 Lo scalino nella legge 21/2024. Cenni.</i>	<i>75</i>
II.2 IL REPORT OCSE DEL 2020 E IL LIBRO VERDE DEL 2022	78
<i>II.2.1 Il Report OECD ed il Libro Verde: linee generali.</i>	<i>78</i>
<i>II.2.2 Brevi considerazioni sulle condizioni dei mercati di capitale in Italia e della loro competitività, alla luce dei dati OCSE e del Libro Verde.....</i>	<i>80</i>
<i>II.2.3 Lo stato di salute delle società italiane: tra dimensioni medio piccole e poca apertura al mercato.</i>	<i>84</i>
<i>II.2.4 Il mercato obbligazionario in Italia: brevi cenni.</i>	<i>89</i>
II.3 RIFLESSIONI CONCLUSIVE SUI MERCATI DI CAPITALE IN ITALIA E SULLE SOCIETÀ APERTE. LA COMPETITIVITÀ COME MOTIVO CONDUTTORE DELLA RIFORMA.....	92
<i>II.3.1 La competitività dei mercati di capitale italiani al netto dei delisting.....</i>	<i>92</i>
<i>II.3.2 La competitività attraverso il modello attuale della società aperta: un connubio necessario e possibile.</i>	<i>94</i>
<i>II.3.3 Gli emittenti strumenti finanziari diffusi come fattispecie di goldplating. ...</i>	<i>97</i>
CAPITOLO III	101
I NUOVI EMITTENTI STRUMENTI FINANZIARI DIFFUSI.....	101
III.1 GLI EMITTENTI AZIONI ED OBBLIGAZIONI DIFFUSE ALLA LUCE DELL'ARTICOLO 4 DELLA LEGGE "CAPITALI".....	101
<i>III.1.1. La nuova sistematica codicistica della definizione degli emittenti diffusi.</i>	<i>101</i>
<i>III.1.2. Gli emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante nell'articolo 2325-ter</i>	<i>104</i>

III.1.3. <i>Le percentuali del 3 e del 5 per cento del capitale sociale: tra soci di controllo e diffusione.</i>	107
III.1.4. <i>La redazione del bilancio in forma abbreviata: l'ultimo parametro quantitativo richiesto e l'abbandono dei criteri volontaristici.</i>	112
III.1.5. <i>Gli emittenti azioni diffuse e le società «quotate» sui mercati non regolamentati.</i>	114
III.1.6. <i>La nozione di emittenti obbligazioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante ai sensi del nuovo articolo 2325-ter del Codice civile</i>	116
III.2 IL NUOVO STATUTO DEGLI EMITTENTI STRUMENTI FINANZIARI DIFFUSI FRA IL PUBBLICO IN MISURA RILEVANTE. IL TESTO UNICO DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA	119
III.2.1. <i>Le modifiche al Testo Unico e al Codice civile. Nuovi statuti per gli emittenti diffusi. Brevi cenni introduttivi.</i>	119
III.2.2. <i>Le modifiche al Testo Unico di finanza.</i>	121
III.2.2.1. Art. 83- <i>sexies</i>	123
III.2.2.2. Art. 102	125
III.2.2.3. Art. 114- <i>bis</i>	126
III.2.2.4. Art. 118	128
III.2.2.5. Art. 148- <i>bis</i>	130
III.2.2.6. Artt. 165- <i>ter</i> – <i>sexies</i>	132
III.2.2.7. Artt. 191- <i>ter</i> e 193	136
III.3 IL NUOVO STATUTO DEGLI EMITTENTI STRUMENTI FINANZIARI DIFFUSI FRA IL PUBBLICO IN MISURA RILEVANTE. IL CODICE CIVILE.	138
III.3.1. <i>Il Codice civile: tra abrogazioni, disposizioni comuni e disposizioni applicabili ai soli emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante.</i>	138
III.3.2. <i>Le più rilevanti disposizioni comuni agli emittenti azioni diffuse e quotata sui mercati regolamentati e gli articoli del Codice modificati dalla novella.</i>	140
III.3.2.1. L'articolo 2391- <i>bis</i>	143
III.3.3 <i>L'articolo 2341-ter e la creazione di un quarto scalino normativo.</i>	145
CONCLUSIONI	148
BIBLIOGRAFIA	153

GIURISPRUDENZA..... 166

INTRODUZIONE

Il presente lavoro si pone l'obiettivo di analizzare la disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, così come emergente dalla Legge numero 21 del 5 marzo 2024, c.d. "Capitali".

La riforma è il terminale di una lunga procedura di analisi del mercato di capitali in Italia, avviata dal *Report OECD Capital Market Review of Italy for 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers* (OECD Capital Market Series)¹ commissionato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, a cui è seguita, nel 2022, la pubblicazione del *Libro Verde* su *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*², che ha raccolto le conclusioni del lavoro di analisi, volto ad individuare i principali ambiti di regolamentazione, alla luce delle criticità considerate dal *Report*, compiuto dalle Associazioni di categoria e dai principali operatori del mercato.

Gli ambiti di intervento della nuova legge coprono vasti aspetti della disciplina del mercato del capitale di rischio in Italia, con lo scopo di migliorarne la competitività e di favorirne l'accesso, in un Paese caratterizzato da un diffuso stigma nei confronti di forme di indebitamento diverse da quello bancario.

Il tutto, nonostante l'oramai pluriventennale introduzione dello *scalino normativo* relativo alla categoria intermedia degli emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante, rivelatosi un peso, piuttosto che un facilitatore.

Tra i vari settori di intervento, l'articolo 4, oggetto principale di analisi nelle pagine che seguiranno, rubricato "*Riforma della disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi*", si pone l'obiettivo di intervenire in modo radicale sulla disciplina delle società emittenti strumenti finanziari diffusi, tramite complessive modifiche e abrogazioni di

¹ OECD, *OECD Capital Market Review of Italy 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*, 2020, (online).

² MEF, *Libro Verde* su *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, 2022, (online).

dodici articoli³ del D. Lgs. n. 58 del 1998, l'abrogazione di un articolo⁴ del D. Lgs. n. 39 del 2010, la modifica di tre articoli⁵ del Codice civile, l'abrogazione dell'articolo 111-*bis* del R.d. n. 318 del 1942 e l'introduzione dell'articolo 2325-*ter* del Codice civile.

Al netto di tutte le modificazioni citate, in via preliminare ed introduttiva, si può affermare che le più evidenti novità apportate siano da ricercare nell'abrogazione dell'articolo 116 del Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria e nella conseguente introduzione di una definizione legislativa degli emittenti strumenti finanziari diffusi, tramite l'inserimento dell'articolo 2325-*ter* nel Codice civile. Come sarà più dettagliatamente specificato in seguito, tali modificazioni comportano, rispettivamente, la soppressione della potestà regolamentare della CONSOB, attribuita dall'art. 116 del TUF, in materia di emittenti strumenti finanziari diffusi e l'abbandono del rinvio mobile operato dall'articolo 111-*bis* delle Disposizioni attuative, non più in vigore.

Tramite un processo parzialmente innovativo, si è, pertanto, inteso cristallizzare in una disposizione di legge la definizione di tali società. Da un lato, si è, infatti, specificato l'ambito di applicazione della disciplina, riferito agli «emittenti italiani non quotati in mercati regolamentati italiani»⁶ e non genericamente agli «emittenti italiani»⁷ e, dall'altro lato, non si è meramente trasposto il contenuto del secondo comma dell'articolo 2-*bis* sopra richiamato.

³ Del Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria sono modificati:

- il terzo comma dell'articolo 83-*sexies*;
- il quarto comma dell'articolo 102;
- il primo comma ed il secondo, di cui è disposta l'abrogazione, dell'articolo 114-*bis*;
- l'articolo 116, di cui è disposta l'abrogazione;
- il secondo comma, di cui è disposta l'abrogazione, dell'articolo 118;
- il primo ed il secondo comma dell'articolo 148-*bis*;
- il primo ed il sesto comma dell'articolo 165-*ter*;
- il primo comma dell'articolo 165-*quater*;
- il primo comma dell'articolo 165-*quinquies*;
- il primo comma dell'articolo 165-*sexies*;
- il sesto comma dell'articolo 191-*ter*;
- il primo comma dell'articolo 193.

⁴ Del D. Lgs. n. 39 del 2010 è abrogato il primo comma dell'articolo 19-*bis*.

⁵ Del Codice civile, accanto all'introduzione dell'articolo 2325-*ter*, sono modificati:

- il primo comma dell'articolo 2341-*ter*;
- il secondo comma dell'articolo 2357-*ter*;
- il primo comma ed il secondo, lettera *b*), dell'articolo 2391-*bis*.

⁶ Così l'articolo 2325-*ter*, primo comma, del Codice civile: «Ai fini di cui all'articolo 2325-*bis*, sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli *emittenti italiani non quotati in mercati regolamentati italiani* [...]».

⁷ Così l'articolo 2, primo comma, del Regolamento Emittenti «Sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli *emittenti italiani* [...]».

La Relazione che precede il Disegno di Legge 674/2023 enuncia l'intenzione di risolvere le anomalie di quello scalino normativo, che, già nel 2004, la dottrina⁸ non aveva esitato a definire "sbeccato".

Nel corso del tempo, anziché procedere verso l'auspicata riparazione, se ne è appesantita la struttura, così da causarne il conseguente cedimento. Nei trascorsi decenni, si è assistito, a scapito di una riforma organica, ad una progressiva stratificazione di interventi settoriali, principalmente sul piano regolamentare, visto il rinvio mobile operato dalla legislazione primaria, che ha decretato il definitivo insuccesso della disciplina, con, allo stato attuale, la presenza di sole cinquantotto società inserite dalla CONSOB nell'*Elenco Emittenti titoli diffusi*⁹.

Nel 1998, quale conseguenza della soppressione della quotazione d'ufficio¹⁰ prevista dall'articolo 3, comma 1, lett.d), della Legge 216 del 1974, prese forza la necessità di colmare il divario tra le società quotate e le società chiuse, tramite la progettazione di un terzo scalino¹¹ intermedio, che, in quanto tale, avrebbe dovuto rappresentare la naturale via di accesso verso la quotazione sui mercati regolamentati.

Nonostante i proponimenti originari, i risultati auspicati non si sono manifestati né con riferimento alle società aperte con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, considerata l'esiguità del numero dopo più di un ventennio dall'entrata in vigore del Testo Unico di Finanza, né con riferimento alla quotazione sui mercati regolamentati.

Per far fronte al fallimento di una disciplina che costituisce un *unicum* a livello europeo¹², la legge si è proposta il fine di riformare il previgente impianto di tali emittenti, tramite l'abrogazione e la modificazione degli obblighi previsti per le società quotate, estesi anche agli emittenti diffusi i cui titoli fossero negoziati sui sistemi multilaterali di negoziazione.

⁸ G.D. MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, Riv. soc., XLIX, Milano, 2004, pp. 863-880.

⁹ CONSOB, *Elenco Emittenti titoli diffusi*, Area Pubblica CONSOB, (online).

¹⁰ Così A. BLANDINI, *Società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e disciplina societaria*, Napoli, 2004, pp. 19-21; A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, Napoli, 2005, pp. 25-31.

¹¹ Così G.D. MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia provata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, Riv. soc., XLIX, Milano 2004, p. 864, «A ciascuna delle tre figure si applica in definitiva uno "statuto" diverso, per quanto nella più parte comune, così che si è ora in presenza di una triade di scalini normativi».

¹² *Relazione DDL 674/2023*, p. 5, (online).

Come si avrà modo di approfondire *infra*, la novella non ha innovato la definizione delle società facenti ricorso al mercato del capitale di rischio, *ex art. 2325-bis c.c.*, tra cui non sono stati inclusi anche i soggetti “quotati” su MTF, che vi possono rientrare, quali emittenti azioni diffuse, unicamente sul presupposto del superamento dei parametri di cui al primo comma dell’articolo 2325-*ter c.c.*

In proposito, nonostante la negoziazione sui mercati non regolamentati non possa essere considerata un requisito normativo rilevante ai fini dell’apertura al mercato, ma solo se combinata ai criteri quantitativi indicati nel Codice civile in materia di diffusione delle azioni, in seguito alle modifiche apportate all’articolo 2341-*ter c.c.* essa appare condizione sufficiente e necessaria ai fini dell’applicazione della disciplina ivi prevista in materia di pubblicità dei patti parasociali. Questa scelta, come si avrà modo di interrogarsi *infra*, sembra aver dato vita ad un quarto scalino normativo applicabile indipendentemente dal grado di ricorso al mercato del capitale di rischio di cui all’articolo 2325-*bis c.c.*

Le pagine che seguono sono dedicate all’analisi del modello degli emittenti diffusi, alla luce delle modifiche apportate dalla nuova legge e degli elementi di maggiore rilievo della normativa previgente.

CAPITOLO I

LE SOCIETÀ APERTE NON QUOTATE E IL MERCATO DEI CAPITALI IN ITALIA

I.1 IL MERCATO DEI CAPITALI IN ITALIA, TRA MERCATI REGOLAMENTATI E NON REGOLAMENTATI

I.1.1 L'evoluzione del concetto di strumento finanziario.

La nozione di società che qui interessa richiede, per la sua definizione, di porre l'attenzione sul concetto di strumento finanziario e quindi delle sedi in cui lo stesso è negoziato.

Con il recepimento della Direttiva 2004/39/CE *MiFID*, è stata introdotta nel nostro ordinamento la nozione di strumento finanziario, definito tramite un'elencazione riportata alla Sezione C dell'Allegato 1 del D.Lgs. 58 del 1998, la quale pare caratterizzata da un grado di analiticità non particolarmente rigido. A tal proposito, è possibile ritenere che la chiusura a cui aspira l'elenco¹³ non rinunci a spiragli di apertura¹⁴ e le prime due lettere del comma 1-*bis* dell'articolo 1 del Testo Unico di Finanza ne sono prova evidente¹⁵.

Non volendo anticipare quanto sarà oggetto di trattazione del Capitolo III, è opportuno soffermarsi sul concetto di valore mobiliare, quale sottospecie della macrocategoria degli strumenti finanziari diversi dai derivati.

Essendo, infatti, oggetto di diffusione, ai sensi sia dell'art. 2-*bis* del Regolamento Emittenti sia del novellato articolo 2325-*ter*, le azioni e le obbligazioni, si può circoscrivere il *nomen* delle società in esame a quegli emittenti valori mobiliari, di cui

¹³ Così F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2021, p. 105 «A differenza del “valore mobiliare”, la nozione di strumento finanziario appare tendenzialmente “chiusa”».

¹⁴ Come considerato da R. COSTI- L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, vol. VII, diretto da G. COTTINO, Padova, 2004, p. 38 ss., l'utilizzo di formule ampie per la definizione delle categorie di strumenti finanziari rende la «chiusura» dell'elencazione un'apparenza più che una realtà.

¹⁵ Per “valori mobiliari” si intendono categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio:

- a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e ricevute di deposito azionario;
- b) obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli;
- c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle lettere a) e b) o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure.

alle lettere *a)* e *b)* dell'articolo 1, comma 1-*bis*, del T.U.F., diffusi fra il pubblico in misura rilevante.

Si nota come la nozione di valore mobiliare che informava la previgente disciplina del mercato mobiliare, sostituita da quella meno generale di strumento finanziario, non sia stata del tutto abbandonata dal legislatore che, da categoria generale, l'ha, volendo ricorrere ad un gergo caro alle gerarchie militari, degradata al rango di sottocategoria della più ampia nozione di strumenti finanziari diversi dai derivati.

Difatti, confrontando il significato ad essa attribuito nella vigenza della Legge 1 del 1991, oggi desueto¹⁶, con quello del Testo Unico, si nota l'impossibilità di sovrapporre le due nozioni, essendo lecito affermare plasticamente che il valore mobiliare di oggi – *i.e.* le azioni e le obbligazioni di società o altri titoli equivalenti, da un lato, e qualsiasi altro valore mobiliare che consenta di acquisire o vendere i medesimi, dall'altro – rappresenti un sottoinsieme riconducibile al valore mobiliare di ieri.

1.1.2 Le sedi di negoziazione: tra Mercati Regolamentati, Sistemi Multilaterali di Negoziazione e Sistemi Organizzati di Negoziazione.

All'esito di questa breve disamina sull'oggetto della diffusione, è giocoforza considerare le sedi presso le quali esso può essere negoziato, che hanno subito un'importante riforma con il recepimento della seconda Direttiva *MiFID*, 2014/65/UE.

Più specificamente, saranno oggetto di trattazione nelle pagine seguenti i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali e organizzati di negoziazione.

Infatti, essi, non solo assumono un ruolo non marginale per la definizione in positivo ed in negativo¹⁷ delle società quotate, ma, alla luce dell'articolo 2-*bis* del Regolamento Emittenti oggi non più in vigore, sia i primi che i secondi hanno rivestito una funzione identificativo-definitoria anche degli emittenti strumenti finanziari diffusi¹⁸.

¹⁶ Così F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2021, p. 104, che lo definisce come assorbente qualsiasi documento o certificato di diritti in imprese.

¹⁷ Si consideri, in tal senso la precisazione relativa ai soli mercati regolamentati contenuta nella definizione di società quotata *ex art. 2325-bis* del Codice civile.

¹⁸ Così recitava il secondo comma dell'articolo 2-*bis* del Regolamento Emittenti nella versione in vigore dal 9/5/2012: «I limiti quantitativi di cui al comma precedente si considerano superati soltanto se le azioni alternativamente [...] siano o siano state negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione con il consenso dell'emittente o del socio di controllo ovvero siano state ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati e successivamente siano state oggetto di revoca».

In tal senso, nonostante nella novella, per una precisa scelta di alleggerimento degli obblighi e di rimozione della volontarietà ai fini della diffusione¹⁹, si sia mancato di richiamare gli MTF, non è da escludere che ad essi si possa continuare ad attribuire rilevanza anche nel mutato contesto.

Alla luce della nuova definizione di società con azioni diffuse, la sede dei mercati regolamentati assume un ruolo centrale nell'architettura del nuovo scalino normativo, rappresentando un punto di confine tra le società aperte quotate e quelle che, pur essendo aperte²⁰, non lo sono, tra le quali si ascrivono gli emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, nei limiti delle sole azioni²¹.

La disciplina attuale del Testo Unico di Finanza relativa alle sedi di negoziazione è il culmine della sedimentazione normativa, risultante dal recepimento della Direttiva 2014/65/UE e del Regolamento 600/2014 e che distingue le sedi di negoziazione tra Mercati Regolamentati e Sistemi Multilaterali di Negoziazione (MTF)²², da un lato, e Sistemi Organizzati di Negoziazione (OTF), dall'altro²³.

Prima di entrare, seppur sinteticamente, nel merito di ciascuno di essi, preme precisare che aver accomunato i mercati regolamentati e gli MTF in contrapposizione agli OTF non è frutto di una scelta casuale, ma dovuta alla principale differenza che intercorre tra gli uni e l'altro: la discrezionalità nella gestione degli ordini tipica dei sistemi organizzati e sconosciuta ai primi due, di cui si tratterà *infra*.

¹⁹ Così la *Relazione* al Disegno di Legge, pubblicata sul sito del Senato e reperibile online, p.3: «L'intento originario, di realizzare un sistema proporzionale per i diversi emittenti in relazione al grado di diffusione delle loro azioni, non si è di fatto realizzato, in quanto, il regime ha, invece, comportato l'applicazione alle società che si quotano sui "sistemi multilaterali di negoziazione" (c.d. MTF) di larga parte della disciplina dettata in materia di società quotate sui mercati regolamentati, comportando così costi analoghi per la quotazione su MTF rispetto alla quotazione sui "mercati regolamentati", ed eliminando, pertanto, quel "gradino normativo" invece necessario per creare un sistema diversificato in relazione alle diverse esigenze di tutela di tipologie di investitori diversi (da un lato quelli che si rivolgono ai mercati regolamentati, dall'altro quelli che accedono agli MTF).».

²⁰ Art. 4, comma 2, lett. a), l. 21/2024.

²¹ L'articolo 2325-bis fa, infatti riferimento, nella definizione delle società aperte al mercato del capitale di rischio, alle sole società con azioni diffuse, non riconoscendo tale rango anche agli emittenti obbligazioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante.

²² In Italia *Euronext Growth Milan*, gestito da Borsa Italiana S.p.A. conta 201 società. È il più rilevante MTF italiano e, per questa ragione, nell'elaborato sarà assunto come riferimento rappresentativo della categoria.

²³ Si veda in tal senso V. TROIANO, *Sistemi di negoziazione. Mercati Regolamentati*, in M. CERA - G. PRESTI, *Il Testo Unico Finanziario*, Vol. II, Torino, 2020, pp. 1007- 1014.

Come specificato precedentemente, il mercato regolamentato, in riferimento esclusivo al quale si connota la nozione di società quotata, non è l'unico sistema di riferimento per la definizione delle società non chiuse.

In tal senso tende il disposto dell'articolo 2325-*bis* del Codice civile, a mente del quale sono società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio quelle con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante e, con riguardo a queste ultime, il novello articolo 2325-*ter* del Codice civile, che ne circoscrive la nozione a quegli emittenti non quotati nei mercati regolamentati. Pertanto, non è da escludere che i titoli in questione possano essere negoziati anche sugli MTF e, come si avrà modo di specificare *infra* nei Capitoli II e III, peculiare è l'assetto ad essi applicabile successivamente alle modifiche apportate dalla novella all'articolo 2341-*ter* c.c.

Sul punto, la Suprema Corte di Cassazione, con sentenza del 6 aprile 2018²⁴, ha precisato, in modo risolutivo, che le società che richiedano l'ammissione ad un sistema multilaterale di negoziazione, pur potendo essere considerate società aperte, non possano dirsi quotate sui mercati regolamentati.

1.1.3 Il concetto di Sistema nella Direttiva MiFID II.

L'evoluzione della disciplina dei mercati, caratterizzata, da un lato, dalla trasformazione delle borse valori in mercati-impresa, gestiti da società per azioni private e, dall'altro, dalla volontà di aprire il *capital market* alla concorrenza di altri sistemi – si vedano i *Multilateral trading facilities* e gli *Organized trading facilities* – ha avuto come direttrice la volontà di accrescere la competitività delle sedi di negoziazione europee, principio, quest'ultimo, a cui deve informarsi anche l'attività di vigilanza delle Autorità, ai sensi dell'articolo 5, comma 1 lettera *d*), T.U.F²⁵, e sempre nel solco della competitività si pone la riforma che modifica, tra gli altri, gli emittenti strumenti finanziari diffusi.

²⁴ Cass. Civ., Sez. I, Sent. 6.4.2018, n. 8583: «Accanto ai mercati regolamentati di strumenti finanziari, esistono altri mercati alternativi, i c.d. sistemi multilaterali di negoziazione (o MTF), che possono definirsi come piattaforme elettroniche di negoziazione, che permettono di abbinare automaticamente le proposte di vendita e di acquisto provenienti da una pluralità di operatori; essi possono essere istituiti da una società di gestione di mercati regolamentati o anche da un intermediario del mercato mobiliare sotto la vigilanza della Consob. Borsa Italia spa ha istituito il sistema multilaterale di negoziazione denominato AIM Italia, dedicato alla negoziazione delle azioni di piccole e medi e imprese ad alto potenziale di crescita. Le società (enti diversi dalle società di gestione del mercato) che chiedono l'ammissione solo ad un sistema multilaterale di negoziazione sono qualificate come società che fanno ricorso al mercato di rischio, ma non quotate, con applicazione di una disciplina più semplificata rispetto a quella delle società quotate.»

²⁵ Così dispone la lettera *d*) dell'articolo 5, comma 1, del D. Lgs 58 del 1998, secondo cui l'attività di vigilanza ha per obiettivo «la competitività del sistema finanziario».

Con il recepimento della Direttiva *MiFID II*²⁶ sono state ricondotte a sistema «le diverse figure [...] concernenti le forme di realizzazione a rilevanza giuridica della funzione di negoziazione organizzata relativa a strumenti finanziari»²⁷, così da razionalizzarne la struttura.

Ai sensi del Considerando 7, la Direttiva del 2004 è da ritenersi in parte rifiuta in quella del 2014 e in parte modificata dal Regolamento 600/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio. Perciò, è possibile definire il concetto di “sistema” alla luce del Considerando 6 della *MiFID* e, onde evitare di riprodurre integralmente il testo, sostenere che esso ricomprenda unicamente tutti quei mercati dotati di un’organizzazione regolamentare e logistica. Si necessita, dunque, di un insieme di regole che definisca la conclusione dei contratti. In mancanza di ciò, si difetterebbe di quel nucleo organizzato che costituisce la fattispecie considerata.

Infatti, tanto il mercato regolamentato quanto le altre due *trading venues* posseggono i requisiti pocanzi richiamati e, dunque, sono gli unici sistemi noti all’ordinamento comunitario.

A ciò si aggiunga che ciascuno di essi gode di una indefettibile multilateralità di fondo che contraddistingue l’incontro tra le differenti posizioni giuridiche di acquisto e di vendita che sugli stessi si interfacciano, integrata dalla compresenza di una molteplicità di operatori in diretta concorrenza tra di loro.

Come precisato dalla Comunicazione CONSOB del 17 aprile del 2003, è nell’«interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari»²⁸ che si apprezza l’essenza di tali sedi, poste in netta antitesi rispetto all’internalizzazione sistematica – che, invece, si connota dalla presenza di un solo operatore che espone le proprie proposte affinché siano accettate dagli altri soggetti²⁹.

²⁶ Invero, già il Considerando 6 della Direttiva *MiFID* aveva introdotto il concetto di sistema.

²⁷ Così V. TROIANO, *Sistemi di negoziazione. Mercati Regolamentati*, in M. CERA, G. PRESTI, *Il Testo Unico Finanziario*, Vol. II, Torino, 2020, pp. 1014 – 1016.

²⁸ Così l’articolo 4, paragrafo 1, punto 19 della Direttiva 2014/65/UE: «Ai fini della presente direttiva si applicano le seguenti definizioni: [...] “sistema multilaterale” un sistema o meccanismo che consente l’interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari» e l’articolo 1, comma 5-bis.1, del Testo Unico di finanza che, a seguito del recepimento della normativa eurounitaria, ne riproduce integralmente il contenuto.

²⁹ Si veda, in tal senso, la Comunicazione CONSOB approvata con Delibera 14035 del 17 aprile 2003, richiamata in V. TROIANO, *Sistemi di negoziazione. Mercati Regolamentati*, in M. CERA, G. PRESTI, *Il Testo Unico Finanziario*, Vol. II, Torino, 2020, p. 1015, nota 32.

Sia gli uni – *i.e.* i sistemi multilaterali in genere – che gli altri – gli internalizzatori sistematici – definiscono l’ambito della negoziazione organizzata, la quale comprende le sedi di negoziazione, contrapposte a quelle di esecuzione.

Non volendo entrare nello specifico di queste ultime, è bene considerare che le prime, includendo i tre sistemi multilaterali riconosciuti, sono caratterizzate da un principio di tipicità³⁰.

È, infatti, l’articolo 63 del Testo Unico di Finanza³¹ a precisare che i sistemi multilaterali per la negoziazione debbano funzionare unicamente come un mercato regolamentato, un sistema multilaterale ovvero organizzato di negoziazione.

È intenzione di chi scrive riportare gli aspetti di maggiore rilievo che, per taluni versi, accomunano e, per talaltri, contraddistinguono le tre sedi considerate.

Ai sensi della definizione che ne fornisce il Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria³², elemento costitutivo di un mercato regolamentato è la multilateralità, tramite la quale, sulla base di regole non discrezionali, sia consentito o facilitato l’incontro di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi, relativi a strumenti finanziari.

Tale elemento costitutivo è sia richiamato espressamente, quando la norma definisce tale sistema come “multilaterale”, sia specificato dalla compresenza di multipli interessi di acquisto e di vendita.

Non volendo ricorrere ad un inutile gioco di parole, è possibile sostenere che sia proprio la molteplicità di tali interessi a caratterizzare la multilateralità del sistema, o, meglio, che proprio la multilateralità del sistema richieda una pluralità di centri di interesse, l’interazione tra i quali avviene sulla base di regole imperative.

In questo modo, si impedisce al gestore di definire discrezionalmente le dinamiche di incontro tra domanda ed offerta ³³.

³⁰ Si veda in tal senso V. TROIANO, *Sistemi di negoziazione. Mercati Regolamentati*, in M. CERA, G. PRESTI, *Il Testo Unico Finanziario*, Vol. II, Torino, 2020, pp. 1016 – 1018.

³¹ Il disposto dell’articolo 63 cita: «Ciascun sistema multilaterale per la negoziazione di strumenti finanziari opera come mercato regolamentato, sistema multilaterale di negoziazione o sistema organizzato di negoziazione, nel rispetto delle relative disposizioni della presente parte.».

³² In tal senso il disposto dell’articolo 1, co 1, lett. *w-ter* T.U.F. statuisce che per mercato regolamentato si intenda un «sistema multilaterale amministrato e/o gestito da un gestore del mercato, che consente o facilita l’incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente e conformemente alla parte III».

³³ In tal senso, si veda V. Troiano, *Sistemi di negoziazione. Mercati Regolamentati*, in M. CERA, G. PRESTI, *Il Testo Unico Finanziario*, Vol. II, Torino, 2020, p. 1019.

Tale ultimo tratto, che accomuna sia i mercati regolamentati sia i sistemi multilaterali di negoziazione, manca del tutto negli OTF, il cui carattere distintivo, al netto della multilateralità che li accomuna agli altri due, è dato proprio dalla possibilità per il gestore di intervenire nella definizione degli interessi tra le parti³⁴, sebbene tramite modalità predefinite, dettagliatamente motivate e comunicate alla CONSOB³⁵, nonché dalla circostanza che su di essi possono essere negoziati esclusivamente strumenti finanziari diversi dalle azioni³⁶.

1.1.4 Il Regolamento di gestione quale tratto distintivo dei mercati regolamentati.

Fermo restando ciò che contrappone i mercati regolamentati ai sistemi organizzati e ciò che li accomuna ai sistemi multilaterali di negoziazione³⁷, in via conclusiva sembrerebbe opportuno considerare l'elemento che, in assoluto, distingue l'uno dagli altri: l'autorizzazione³⁸, a cui è giocoforza attribuire natura costitutiva³⁹.

In modo draconiano, è possibile, infatti, affermare che il mercato regolamentato è il sistema autorizzato⁴⁰, la cui costituzione si compone, infatti, di due momenti

³⁴ Così M. Cian, *I sistemi multilaterali e i mercati «semiregolamentati»*, in M. CERA, G. PRESTI, *Il Testo Unico Finanziario*, Vol. II, Torino, 2020, p. 1133: «Il gestore può intervenire imprimendo la propria scelta nell'immissione o nel ritiro di ciascuno specifico ordine nel e dal sistema e nel determinare i tempi e la misura dell'abbinamento con un ordine di segno opposto, sino al punto da escludere l'abbinamento, pur se sussistano ordini compatibili».

³⁵ Così l'articolo 34, co 1, Reg. CONSOB 20249/2017, lett.b, che prevede che il gestore di OTF debba fornire alla CONSOB: «una descrizione dettagliata del modo in cui sarà esercitata la discrezionalità, in particolare relativamente al momento in cui può essere ritirato un ordine dall'OTF e al momento e alle modalità secondo cui due o più ordini dei clienti saranno abbinati nell'ambito di detto sistema».

³⁶ Nei termini seguenti, l'articolo 1, comma 5-*octies*, lett. b) del TUF definisce ai fini del D.Lgs 58/1998 “sistema organizzato di negoziazione”: «[U]n sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o da un sistema multilaterale di negoziazione che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissioni e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti conformemente alla parte II e alla parte III».

³⁷ Ai fini del TUF, l'articolo 5-*octies* definisce il “sistema multilaterale di negoziazione” come: «un sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti conformemente alla parte II e alla parte III».

³⁸ Sul punto, si vedano C. MOTTI, *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici*, in R. D'APICE (a cura di) *L'attuazione della MiFID in Italia*, Bologna, 2010 pp. 685-721 e M.V. BENEDETTELLI, *Profili internazionalprivatistici della disciplina comunitaria dei mercati finanziari; la Direttiva MiFID tra conflitti di legge e conflitti di giurisdizione*, in R. D'Apice (a cura di) *op. cit.*, p. 82 ss.

³⁹ Così V. TROIANO, *Sistemi di negoziazione. Mercati Regolamentati*, in M. CERA, G. PRESTI, *Il Testo Unico Finanziario*, Vol. II, Torino, 2020, p. 1023: «L'autorizzazione ad operare come mercato regolamentato riveste natura costitutiva del mercato stesso, rientrando l'autorizzazione nel concetto normativo della figura».

⁴⁰ Così M. CIAN, *I sistemi multilaterali e i mercati «semiregolamentati»*, in M. CERA, G. PRESTI, *Il Testo Unico Finanziario*, Vol. II, Torino, 2020, p. 1133: «Il mercato regolamentato è il mercato “autorizzato” ex art. 64-*quater* T.u.f. Il sistema multilaterale di negoziazione è, per contrapposizione, il mercato non autorizzato.».

fondamentali: la predisposizione degli elementi che conducono alla richiesta di autorizzazione e il rilascio della stessa⁴¹.

La tradizionale antitesi tra i modelli privatistico e pubblicistico di gestione del mercato si è progressivamente ravvicinata sin dal recepimento della Direttiva 93/22CEE, avvenuto in Italia nel 1996 tramite la trasformazione della Borsa in una società per azioni.

La scelta operata in sede comunitaria non è stata tanto quella di aderire all'uno o all'altro modello, quanto piuttosto di prevedere poteri di controllo in capo ad un'Autorità pubblica da esercitare nei confronti di società private di gestione del mercato.

In tale contesto si inserisce la disciplina della vigilanza, in cui è attratta anche la sfera dell'autorizzazione che, sulla base del Regolamento predisposto dal gestore, si atteggia con modalità differenti a seconda che si consideri o meno l'ambito regolamentato.

Infatti, nonostante la progressiva privatizzazione, le attività compiute sui mercati, le regole deputate alla loro organizzazione e la gestione coinvolgono interessi⁴² che giustificano e richiedono un controllo affidato ad autorità indipendenti.

Seppur con le opportune differenze, il procedimento autorizzatorio ricade nella sfera dei poteri di vigilanza affidati alla Consob già nella fase preliminare rispetto allo svolgimento dell'attività di gestione, non esercitabile in assenza del conseguente provvedimento di approvazione.

In primo luogo, l'articolo 64-*quater*, comma 1, del Testo Unico di Finanza⁴³ individua l'oggetto dell'autorizzazione nello svolgimento dell'esercizio dei mercati regolamentati, sul presupposto che l'attività di gestione sia conforme alle disposizioni contenute nel Titolo I *bis*, nonché, ai sensi dell'art. 64-*quater*, comma 3, del Testo Unico di Finanza⁴⁴, che il Regolamento deliberato dall'assemblea o dal consiglio di sorveglianza della società

⁴¹ Così M. CIAN, *I sistemi multilaterali e i mercati «semiregolamentati»*, in M. CERA, G. PRESTI, *Il Testo Unico Finanziario*, Vol. II, Torino, 2020, p. 1133: «La fattispecie di mercato regolamentato risulta invero caratterizzata da una componente procedimentale, che difetta negli MTF. Essa si forma in due fasi progressive; nella prima venendo integrati i requisiti che permettono la richiesta dell'autorizzazione, nella seconda, venendo rilasciata quest'ultima.»

⁴² Si pensi alla tutela dei diritti degli investitori, alle relazioni tra i medesimi e gli intermediari, nonché al fatto che, per quel che concerne le società quotate sui mercati regolamentati, sono enti di interesse *pubblico*.

⁴³ *Cfr* art. 64-*quater*, comma 1: «1. La Consob rilascia l'autorizzazione a operare in qualità di mercato regolamentato ai sistemi che ottemperano alle disposizioni del presente titolo.»

⁴⁴ *Cfr* art. 64-*quater*, comma 3: «L'autorizzazione è altresì subordinata all'accertamento che: a) il gestore del mercato rispetta i requisiti previsti dal presente titolo; b) il regolamento del mercato è conforme alla disciplina dell'Unione europea e idoneo ad assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori.»

sia conforme alla disciplina euro-unitaria e che sia in grado di assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori.

Nonostante il Regolamento, la cui natura non è di atto amministrativo, in quanto deliberato e redatto dall'organo assembleare o di amministrazione della Società di gestione e la cui accettazione è imposta unilateralmente a qualsiasi intermediario che intenda aderire al mercato⁴⁵, sia un elemento costitutivo della fattispecie, non è specificamente oggetto di autorizzazione da parte della Consob. Infatti, la norma appena richiamata fa intendere che esso si attinga unicamente quale fondamentale parametro per l'adozione della decisione⁴⁶, che, dunque, coinvolge lo svolgimento dell'attività di gestione, così come risultante dal regolamento, ma non anche gli elementi formali e sostanziali del testo deliberato dagli organi della Società.

È, però, innegabile che la Commissione, nella fase istruttoria, formi la propria determinazione anche e soprattutto sulla base di quanto in esso contenuto, tant'è vero che il sesto comma dell'articolo 64-*bis* del T.U.F.⁴⁷ impone di sottoporre all'approvazione della CONSOB qualsiasi sua modifica. Sembra, dunque, chiaro che, pur non rappresentando esplicitamente oggetto di approvazione, il Regolamento contribuisce considerevolmente alla predisposizione del provvedimento conclusivo, al punto che, infatti, ogni sua modificazione necessita di essere autorizzata.

Si è così indotti a ritenere che la differenza tra l'oggetto delle decisioni di cui ai commi primo e sesto dell'articolo 64-*bis*, benché sussistente sul piano formale, sia solo apparente su quello sostanziale⁴⁸.

⁴⁵ Si veda in tal senso F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2021, pp. 326-327. Negli stessi termini V. TROIANO, *Sistemi di negoziazione. Mercati Regolamentati*, in M. CERA, G. PRESTI, *Il Testo Unico Finanziario*, Vol. II, Torino, 2020, p. 1027 :«Il regolamento del mercato, pur presentando elementi di eteroconformazione in relazione a taluni dati contenutistici, per quanto sopra indicato, configura uno strumento di autonomia privata, attraverso il quale si regolano i rapporti tra il gestore, gli emittenti e gli intermediari attraverso un meccanismo di formazione contrattuale riconducibile al contratto per adesione, in relazione al testo predisposto, in guisa di condizioni generali di contratto, unilateralmente dal gestore.»

⁴⁶ Così F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2021, pp. 325-328 e V. TROIANO, *Sistemi di negoziazione. Mercati Regolamentati*, in M. CERA, G. PRESTI, *Il Testo Unico Finanziario*, Vol. II, Torino, 2020, pp. 1025-1027.

⁴⁷ Ai sensi dell'articolo 64-*quater*, comma 6, del Testo Unico di Finanza «La Consob approva le modificazioni al regolamento del mercato regolamentato».

⁴⁸ Così F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2021, pp. 327-328: «Va tuttavia ribadito che l'art. 64-*quater*, comma 6, sottopone all'approvazione della Consob le modificazioni del regolamento del mercato, creando così un'apparente asimmetria tra l'oggetto formale dell'autorizzazione iniziale alla gestione del mercato, e la fase successiva relativa ad eventuali modifiche al Regolamento. In realtà, vi è però da dire che, nella sostanza, in fase di rilascio dell'autorizzazione lo scrutinio della Consob si estenda, inevitabilmente, anche al contenuto del Regolamento.» e, negli stessi termini, V. TROIANO,

In secondo luogo, giova precisare che, nonostante gli MTF siano per antonomasia i mercati non autorizzati, non sarebbe corretto considerarli del tutto «liberi»⁴⁹.

Ai sensi del comma quinto dell'articolo 1 del Testo Unico⁵⁰, infatti, la gestione dei Sistemi Multilaterali di Negoziazione rientra tra i servizi di investimento svolti da società di gestione dei mercati regolamentati o da altri intermediari abilitati alla prestazione di servizi e di attività di investimento a ciò autorizzati.

In questo caso, quindi, l'autorizzazione, ai sensi dell'articolo 19 del D.Lgs 58/1998, è, però, rivolta all'impresa⁵¹, e non, come nei mercati regolamentati, all'attività di gestione in quanto tale⁵².

Del pari, il combinato disposto degli articoli 1, comma 5, lett. g) -bis⁵³ e 19 T.u.f⁵⁴, rende applicabile anche ai Sistemi Organizzati di Negoziazione il regime appena indicato per gli MTF.

Tali brevi cenni al mercato dei capitali, della cui nozione non esiste per giunta alcuna definizione legislativa⁵⁵, sono stati riportati con l'intento di individuare il contesto nel quale si trovano ad operare le società con azioni diffuse e quello nel quale potrebbero,

Sistemi di negoziazione. Mercati Regolamentati, in M. CERA, G. PRESTI, *Il Testo Unico Finanziario*, Vol. II, Torino, 2020, pp. 1026-1027: «Va da sé la circostanza, già segnalata, per la quale l'autorizzazione al sistema ad operare come mercato regolamentato sia subordinata all'accertamento da parte della Consob che il regolamento del mercato risponda ai requisiti sostanziali di cui all'art. 64-quater, co. 3°, T.u.f., annulla quella che altrimenti parrebbe una asimmetria di impianto, essendo chiaro che nella fase istruttoria del procedimento per l'autorizzazione al mercato l'autorità valuterà, per le finalità sopra menzionate, il testo del regolamento portato alla sua attenzione. Piuttosto va rilevato come proprio dal raffronto con il margine di intervento che l'autorità può esprimere rispetto al testo del regolamento del mercato in fase di autorizzazione, possa individuarsi, per coerenza lo spettro di valutazione sottostante al potere di approvazione delle modifiche.».

⁴⁹ Sul punto, M. CIAN, *op. ult. cit.*, p. 1131.

⁵⁰ Ai sensi dell'articolo 1, comma 5, lett. g) T.U.F.: «Per "servizi e attività di investimento" si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari: [...] g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione».

⁵¹ *Cfr.* F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme, tra continuità e discontinuità*, *Riv. soc.*, LXIII, Milano, 2018, p. 1126.

⁵² Sul punto, M. CIAN, *op. ult. cit.*, p. 1131: «Ciò non significa che l'attività di gestione di MTF sia libera. L'art. 1, co. 5°, T.u.f. include tale gestione tra i servizi di investimento [lett. g)], riservati alle imprese autorizzate ex art. 19. È significativo però osservare che, mentre quest'ultima autorizzazione ha come destinataria l'impresa e copre l'attività (genericamente di gestione di MTF), come tale, l'autorizzazione prevista dall'art. 64 quater è rilasciata allo specifico mercato per il quale è richiesta.».

⁵³ Ai sensi dell'articolo 1, comma 5, lett. g) - bis T.U.F.: «Per "servizi e attività di investimento" si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari: [...] g) - bis gestione di sistemi organizzati di negoziazione.».

⁵⁴ Ai sensi dell'articolo 19. T.u.f.: «La Consob, sentita la Banca d'Italia, autorizza, entro sei mesi dalla presentazione della domanda completa, l'esercizio dei servizi e delle attività di investimento da parte delle Sim.».

⁵⁵ Si veda, in tal senso, F. ANNUNZIATA in *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino 2021, p. 109.

stante l'intenzione del legislatore, auspicabilmente emettere le loro azioni a seguito dell'ammissione alla quotazione.

Occorre concludere precisando che i tre sistemi citati si riferiscono a mercati secondari, in quanto assumono rilievo, nella definizione di ciascuno di essi, unicamente contrapposti interessi di *acquisto* e di *vendita*.

Ai fini della nozione di società aperta, sono considerati unicamente i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione, potendo gli OTF, al massimo, essere valutati con riguardo agli emittenti obbligazioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante che, sia nel sistema previgente sia ai sensi del nuovo articolo 2325-ter c.c., non sono da annoverate tra quelli che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

A seguito di ciò, si intende procedere analizzando, nei successivi paragrafi, il processo evolutivo che ha condotto il legislatore ad abrogare la quotazione d'ufficio disciplinata nella previgente legge 217 del 1974 e che ha comportato la creazione dello scalino normativo, definendone i tratti peculiari, nonché considerare le caratteristiche dello sparuto gruppo di emittenti, perlopiù banche, nella forma delle banche popolari, che hanno *intenzionalmente* deciso di aderire a tale peculiare modello societario.

I.2 DALLA QUOTAZIONE D'UFFICIO ALLO SCALINO NORMATIVO NEL D. LGS. N. 58 DEL 1998.

I.2.1 Gli emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante. Ragioni ed origini della loro introduzione: brevi cenni.

L'entrata in vigore del D. Lgs 58 del 1998 ha comportato l'abrogazione dell'articolo 3 della legge 216 del 1974, alla cui lettera *d*)⁵⁶ veniva disciplinato il potere della Consob di provvedere alla quotazione d'ufficio delle società con titoli «abitualmente e largamente negoziati».

Conseguentemente, l'articolo 116 del Testo unico di finanza ha attribuito potestà regolamentare alla Commissione in merito alla definizione di una nuova categoria di società per azioni: gli emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante.

⁵⁶ Così disponeva la lettera *d*) dell'articolo 3 della L. 216/1974, ai sensi della quale la CONSOB: «Dispone, sentiti gli amministratori della società o dell'ente emittente e previo parere delle deputazioni di borsa e dei comitati direttivi degli agenti di cambio competenti, l'ammissione d'ufficio alla quotazione in una o più borse di titoli abitualmente e largamente negoziati emessi da società o enti che abbiano i requisiti prescritti».

La decisione di tale introduzione rispondeva all'intenzione di colmare il *vulnus* che l'ordinamento avrebbe potuto subire in seguito al venir meno del potere coattivo dell'Autorità di vigilanza nei confronti di quelle società considerate *quotabili*.

Se, come è stato anche evidenziato in dottrina⁵⁷, da un punto di vista storico l'introduzione di tale peculiare modello societario traeva origine dall'abrogazione dell'articolo 3 sopraccitato⁵⁸, da un punto di vista politico ed economico, la scelta discendeva dalla volontà di attutire gli effetti di una vera e propria fuga⁵⁹ delle società italiane dai mercati regolamentati. Infatti, il regime di nuova introduzione – oggi riformato – consentiva alle società per azioni di poter accedere al mercato del capitale di rischio, pur senza sottoporsi agli obblighi conseguenti all'ammissione alla quotazione.

Tale considerazione, già svolta in dottrina⁶⁰, appare oggi ancor più fondata alla luce del fatto che, nonostante il recepimento delle Direttive *MiFID* e *MiFID II*, che hanno contribuito alla privatizzazione dei mercati con l'obiettivo di accrescerne la competitività, le quotazioni in Italia stentano ad eguagliare gli *standards* europei.

L'obiettivo perseguito dal legislatore non è stato, però, accolto con successo nella sua applicazione concreta, in quanto la "fuga" non solo si è confermata, anche se in misura inferiore rispetto alla disciplina *ante* T.U.F., ma l'introduzione del modello societario di

⁵⁷ Così A. BLANDINI, *Società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e disciplina societaria*, Napoli, 2004, pp. 19-21; A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, Napoli, 2005, pp. 25-31.

⁵⁸ Si veda P. PISCITELLO, *Articolo 116*, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da) *Testo Unico della Finanza*, Vol. 2, Torino, 2002, p. 962.

⁵⁹ Così A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, Napoli, 2005, p. 27: «Come è noto, alla luce del più rigoroso statuto, se non proprio in punto di gestione dell'impresa, ma senz'altro di controlli interni ed esterni, di trasparenza e di parità di trattamento tra azionisti, che viene ad essere applicato alle società con azioni quotate, vi può essere un tentativo di fuga da questa disciplina laddove vi siano tutti i presupposti, soggettivi ed oggettivi, per la quotazione. Questa fuga è legittimata dalla circostanza che, anche senza essere quotata, una società può ricorrere, nel rispetto della legge, al mercato del capitale di rischio: così rinunciando soltanto ad alcune delle opportunità che sono esclusive delle società con azioni quotate, e beneficiando in cambio di un'assai più benevola disciplina relativamente ai profili accennati, con palesi, possibili, conseguenze pregiudizievoli per il pubblico dei risparmiatori. Questo rischio veniva in parte attutito con la richiamata previsione che imponeva alla Consob di disporre, secondo quanto stabilito dall'art. 3, lett. d, della l. n. 216 del 1974, la quotazione d'ufficio di quelle società con titoli "abitualmente e largamente negoziati": di tal che, all'inattività dell'emittente si sostituiva il potere-dovere dell'autorità di vigilanza, a tutela del buon funzionamento del mercato. L'eliminazione di tale potere-dovere, disposta dal t.u.f., certo, anche in ossequio ai dettami comunitari, ed il cambiamento stesso di "filosofia" del rapporto tra società emittente che aspira alla quotazione e società di gestione del mercato, che si qualifica ora come un contratto tra questi soggetti, fanno sì che venga però a mancare l'unico, validissimo strumento che consentiva di superare l'*empasse* che la mancata richiesta dell'emittente determina.».

⁶⁰ A. BLANDINI, *Società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e disciplina societaria*, Napoli, 2004, pp. 19-21; A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, Napoli, 2005, p. 27.

cui trattasi non è stata, in tal senso, capace di svolgere alcuna funzione incentivante. Infatti, soprattutto i criteri⁶¹ che hanno subordinato la diffusione ad una scelta dell'emittente, combinati con il gravare di molteplici obblighi informativi, hanno indotto la maggior parte delle società per azioni italiane o a quotarsi o a persistere nel loro stato di completa chiusura al mercato del capitale, non reputando utile o conveniente accedere alla disciplina del gradino intermedio.

1.2.2 La quotazione d'ufficio e il modello societario introdotto dall'articolo 116 del Testo Unico.

Da un punto di vista procedurale, la previgente disciplina della quotazione d'ufficio si componeva di una decisione che, anche se adottata coattivamente dall'Autorità di vigilanza, richiedeva una preventiva consultazione degli organi amministrativi della società e un necessario parere delle deputazioni di borsa e dei comitati direttivi degli agenti di cambio competenti. A seguito di ciò, venivano individuate la borsa o le borse in cui ammettere i titoli alla negoziazione.

Già le Commissioni "Santoro-Passarelli" del 1959 e "De Gregorio" del 1964 ritennero indilazionabile la definizione di una disciplina avente ad oggetto le «società che raccogliessero i propri capitali attraverso il pubblico risparmio⁶²» e dai lavori preparatori emerse la necessità di adeguare la legislazione societaria al risparmio di massa⁶³.

Considerato lo sfavore verso quegli emittenti che, seppur diffusi, rifuggivano al maggior rigore delle norme imperative scaturente dall'ammissione alle negoziazioni, l'articolo 37 della *Relazione* individuò l'opportunità di attribuire al Ministro del Tesoro il potere di quotare d'ufficio quei soggetti che emettessero titoli che oggi si potrebbero definire diffusi fra il pubblico in misura rilevante.

È solo con il Progetto della Commissione Marchetti, da cui è scaturita la legge 216 del 1974 che, istituita la Consob, è stata conferita alla neonata Autorità di Vigilanza la competenza a disporre d'ufficio la quotazione⁶⁴ di emittenti con determinate soglie di diffusività.

⁶¹ Criteri individuati dall'articolo 2-bis, comma 2, del Regolamento Emittenti.

⁶² *Relazione della commissione ministeriale di studio sulla riforma delle società per azioni*, in *La riforma delle società di capitali in Italia, Progetti e documenti*, S. SCOTTI CAMUZZI (a cura di), Milano, 1966, p. 32 ss.

⁶³ L. ROVELLI, *La genesi e i contenuti qualificanti della riforma*, in O. CAGNASSO e L. PANZANI (diretto da), *Le nuove s.p.a.*, Bologna, 2010, p. 2 ss.

⁶⁴ P. MARCHETTI, 'Tra imprese e istituzioni. 100 anni di Assonime', *Le Società per azioni*, IV, Roma-Bari, 2010, p. 122 ss.

Ciò che accomuna gli strumenti finanziari delle nuove società introdotte nel 1998 ai titoli per i quali si procedeva all'ammissione coattiva alla negoziazione risiede proprio nel grado di diffusività. Infatti, da un lato, stante l'articolo 3, lettera *d*), della Legge 216 del 1974, si poteva procedere alla quotazione d'ufficio unicamente laddove i titoli fossero «abituamente e largamente negoziati», dall'altro, visti i parametri indicati all'articolo 2-*bis* del Regolamento Emittenti e all'articolo 2325-*ter* del Codice civile, è, oggi, necessario che le azioni o le obbligazioni siano diffuse fra il pubblico *in misura rilevante*.

Ferma restando la prima evidente differenza consistente nel passaggio da una nozione qualitativa, individuata nella larga abitudine della negoziabilità dei titoli, ad una di tipo quantitativo, costituita da una soglia numerica degli azionisti diversi dai soci di controllo e nella percentuale di capitale sociale detenuta⁶⁵, ve n'è un'altra, relativa alla tipologia di titoli rilevanti ai fini della quotazione d'ufficio, per un verso, e della diffusione, per l'altro. Infatti, dalla lettura dell'articolo 2325-*bis*, per la configurazione della definizione delle società che si rivolgono al mercato di capitale di rischio diverse dalle quotate, si attribuisce rilievo unicamente a titoli non diversi dalle azioni⁶⁶.

Ebbene, la portata dell'attuale disciplina è meno ampia rispetto a quella contenuta nel regime non più vigente, la quale non era limitata alle sole azioni, ma assorbiva qualsiasi altro titolo, purché fosse largamente ed ampiamente negoziato.

La perplessità espressa in tal senso da alcuni autori⁶⁷ risulta giustificata dal fatto che, seppure l'articolo 116 del TUF, l'articolo 2-*bis* del Regolamento Emittenti ed oggi l'articolo 2325-*ter* del Codice civile ricorrano al più ampio concetto di “Emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante”, comprensivo sia delle società con azioni che di quelle con obbligazioni diffuse, per la nozione di cui all'articolo

⁶⁵ Pari a non più del 5% per gli azionisti diversi dai soci di controllo, i quali, nella formulazione del nuovo articolo 2325-*ter*, per come introdotto dall'articolo 4 della L. 21/2024, sono individuati in tutti coloro che abbiano una partecipazione pari almeno al 3% del capitale sociale.

⁶⁶ In tal senso A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, Napoli, 2005, p. 31.

⁶⁷ Così A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, Napoli, 2005, p. 31: «Resta infine, per i motivi detti, la perplessità dell'interprete per la circostanza che non siano state prese in considerazione le società con titoli diversi dalle azioni, ma pur sempre quotati o diffusi: in proposito basti rammentare che, nella disciplina previgente al t.u.f., la quotazione d'ufficio si applicava ad ogni genere di titoli che avessero la caratteristica dell'essere negoziati in modo abituale ed ampio.»; *cfr* sul punto R. COSTI - L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, Vol. VII, diretto da G. COTTINO, Padova, 2004, p. 222.

2325-bis, ai fini del Titolo V, Capo V, Sezione I del quinto Libro del Codice civile⁶⁸, rilevano unicamente le prime⁶⁹.

Quando fu introdotta la quotazione d'ufficio⁷⁰, però, non erano state oggetto di specifico intervento legislativo le società che, nonostante il loro assetto chiuso, facevano comunque appello al pubblico risparmio.

Fu per tali ragioni che la disciplina degli obblighi comunicativi nei confronti della Consob, prevista all'articolo 18, fu ampliata e, con l'introduzione degli articoli dal 18-bis al 18-quater, estesa – oltre alle sollecitazioni al pubblico risparmio effettuate tramite offerte pubbliche – ad ogni altra forma di collocamento. In tal modo, fu possibile applicare i doveri comunicativi previsti per le società quotate anche alle società non quotate che, però, si rivolgevano al pubblico degli investitori.

È evidente il disfavore con cui il legislatore ha storicamente guardato agli emittenti non quotati, ma che, anche in assenza di un'offerta pubblica, fossero «in via di fatto⁷¹» diffusi tra i risparmiatori⁷².

Tale regime, con le opportune peculiarità, anticipa in parte la disciplina introdotta nel 1998, confermata nel 1999 e ridisegnata nel 2003 e nel 2004, che ha esteso i principali doveri informativi delle quotate agli emittenti titoli diffusi, nel caso in cui si rivolgessero sia al mercato del capitale di rischio che a quello di debito.

Con l'entrata in vigore del Testo unico di finanza⁷³, prevedere un regime normativo pressoché identico per entrambi i modelli di società aperte fu una scelta quasi necessaria per il legislatore, onde evitare che lo scalino potesse rivelarsi un pericolo per società con caratteristiche simili. Dunque, venuta meno l'imposizione, per così dire etero-diretta, del regime normativo più severo previsto per le quotate anche a quei soggetti che, dopo il

⁶⁸ Giova qui riprodurre il disposto del primo comma dell'articolo citato, ai sensi del quale: «Ai fini dell'applicazione del presente titolo, sono società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio le società con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante.».

⁶⁹ In tal senso, M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006, pp. 207-217.

⁷⁰ Sulla quotazione d'ufficio si vedano anche G. CASTELLANO, *L'ammissione, di diritto e d'ufficio, alla quotazione di borsa: appunti?*, in *Giur. Comm.*, 1977, I, p. 246 ss. e G. TANTINI, *La società quotata in borsa e in particolare sull'ammissione d'ufficio alla quotazione*, *Riv. dir. civ.*, XXIV, II, Roma, 1978, p. 154 ss.

⁷¹ G. VISENTINI, *I valori mobiliari*, in *Trattato di diritto privato*, P. RESCIGNO (diretto da), Vol. XVI, t. II, Milano, 1985, p. 715.

⁷² Sul punto si veda E. LA MARCA, *La società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante*, *Riv. dir. impr.*, XL, Napoli, 2021, pp. 40-44.

⁷³ E. NTUK, *Commento all'art. 116*, in G. COTTIMO (a cura di) *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, Torino, 1999, p. 96.

1998, sarebbero stati definiti “diffusi”, si è deciso di uniformarlo, ravvicinando la disciplina di entrambi⁷⁴.

Nell’ambito di tale semi-parificazione, a ridosso della Riforma del diritto societario, si valutò l’opportunità di attribuire rilevanza sia all’ambito relativo al profilo informativo sia a quello attinente ai diritti di *voice*. Infatti, nel contesto della disciplina degli emittenti quotati, così come nei confronti delle società ad azionariato diffuso, si è cercato di trovare un raccordo tra il diritto dei mercati finanziari e quello societario, che si realizzasse attraverso la tutela delle minoranze, maggiormente disperse e frazionate rispetto al modello c.d. unitario di base.

Come è già stato accennato, in pendenza della Legge 216 del 1974, si riconosceva alla Consob il potere di imporre, conseguentemente ad una sollecitazione del pubblico risparmio ed entro il termine in cui l’operazione era eseguita, alle società non quotate l’adempimento di doveri informativi. Per un lato, l’estensione applicativa era temporanea e, per l’altro, non ricomprendeva anche il profilo dei diritti di *voice*⁷⁵, che sarebbero stati oggetto del più ampio intervento di riforma del 2003. Si è, pertanto, progressivamente assistito, tramite la costruzione di due modelli che condividono larga parte della loro disciplina⁷⁶, nonostante la frammentazione degli statuti di ciascuno di essi, alla creazione di un regime unico per le società aperte.

La potestà attribuita in passato alla Commissione, relativa alla quotazione d’ufficio e ai poteri esercitati a seguito di una sollecitazione al pubblico risparmio, non era più compatibile con il recepimento della Direttiva ISD e con la privatizzazione dei mercati.

⁷⁴ Così A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, Napoli, 2005, p. 29: «A queste scelte ne deve perciò seguire necessariamente un’altra: la parificazione tra discipline di società aventi titoli diffusi tra il pubblico in maniera analoga, di tutte le public (limited) company, insomma! Se ciò non è più possibile che l’organo di vigilanza imponga, con la quotazione, l’applicazione di una più rigorosa normativa, è la normativa che deve essere la medesima, e salvi i soli adattamenti necessari, anche per le società che si affiancano a quelle quotate, pur non essendo tali.»

⁷⁵ Così A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse*, Roma, 2004, p. 22: «Nel previgente sistema normativo del mercato finanziario, della legge 216/1974, l’applicazione alle società non quotate di una disciplina volta alla tutela dell’investitore era essenzialmente circoscritta al profilo informativo ed era trascurato il diritto di *voice* della minoranza. L’applicazione di detta disciplina, peraltro, era collegata all’effettuazione di una sollecitazione del pubblico risparmio e, nell’interpretazione della Consob, limitatamente al tempo durante il quale tale operazione trovava esecuzione. Nel nuovo contesto normativo, come vedremo, il riferimento per i presupposti di applicazione della disciplina è l’art. 116 del Testo Unico, che non pone limiti temporali all’applicazione della disciplina sull’informazione, né collega l’applicazione alla previa effettuazione di una sollecitazione, essendo sufficiente l’effettività della diffusione in maniera rilevante.»

⁷⁶ In tal senso A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse*, Roma, 2004, p. 27 e G.D. MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbecato, da riparare in fretta*, Riv. soc., XLIX, Milano, 2004, pp. 863-864.

Infatti, non solo sono stati ridefiniti i poteri dell’Autorità, ma è stata esclusa dalla sua potestà anche la decisione relativa all’ammissione alla quotazione, oggi adottata dalla Società di gestione⁷⁷.

In tale mutato scenario, pertanto, in sede di emanazione del Testo Unico, è stato necessario abrogare⁷⁸ l’articolo 3 della Legge 217 del 1974⁷⁹, retaggio di una visione dirigistica, ancorata a schemi passati di intervento pubblico nell’economia e non più coerente con la moderna impostazione dei mercati finanziari.

Nel 1998, però, pur disponendosi l’estensione degli obblighi di divulgazione delle informazioni privilegiate al mercato e delle comunicazioni alla Consob⁸⁰ previsti per gli emittenti quotati, si mancò di definire i nuovi soggetti nei confronti dei quali tale applicazione avrebbe dovuto produrre effetti, limitandosi a rinviare, sul punto, al potere regolamentare della Consob⁸¹.

⁷⁷ R. DE CHIARA, *Disciplina dei mercati (art. 61-79)*, in *Il Testo unico dei mercati finanziari. Società quotate, intermediari, mercati, OPA, insider trading. Commento al DL 24 febbraio 1998, n.58*, a cura di L. LACAITA e V. NAPOLEONI, Milano, 1998 e R. BRIZZI – M. DORIA, *La vigilanza nei mercati. Commento all’art. 74*, in *Il testo unico dell’intermediazione finanziaria*, a cura di C. RABITTI BEDOGNI, Milano, 1998, p.506.

⁷⁸ Così dispone l’articolo 216, rubricato “Abrogazioni”, del Testo Unico di Finanza, comma 1, lettera s) :« Sono o restano abrogati, salvo quanto previsto dai commi 2 e 3, [...] gli articoli 1, undicesimo comma, 2, decimo comma, primo e secondo periodo, 3, 4, 4-bis, 4-ter, 5-quinquies, 5-sexies, 9, secondo comma, 13, secondo comma, 14, 15, 16, 17, 18, sesto comma, 18-ter, 18-quinquies, quinto comma, 18-septies, secondo periodo, del decreto legge 8 aprile 1974, n. 95, convertito, con modificazioni, dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modificazioni e integrazioni».

⁷⁹ In tal senso A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse*, Roma, 2004, p. 23: «In occasione della privatizzazione dei mercati e a seguito del recepimento della direttiva ISD la disposizione contenuta all’art. 3 co. 1 lett. d) della legge 216/74 che prevedeva la possibilità della Consob di ammettere d’ufficio emittenti che avessero titoli largamente *negoziati* tra il pubblico, è stata espressamente abrogata dall’art. 214 co 1 lett. s) del T.U.F.». e p. 25: «Con la privatizzazione dei mercati regolamentati tale meccanismo non poteva più operare. La CONSOB è ormai un’*authority pubblica*, non più competente ai fini dell’ammissione alle negoziazioni, competenza che ora spetta alla società di gestione del mercato. Venuto meno lo strumento dell’ammissione d’ufficio si sarebbe quindi creato un vero e proprio vuoto normativo e una carenza di tutela per coloro che entravano in contatto con questo tipo di società.».

⁸⁰ Tali obblighi sono essenzialmente indicati agli articoli 114 e 115 del D. Lgs 58 del 1998.

⁸¹ Nella prima versione del 1998, l’articolo 116 recitava come segue: «Gli articoli 114 e 115 si applicano anche agli emittenti strumenti finanziari che, ancorché non quotati in mercati regolamentati italiani, siano diffusi tra il pubblico in misura rilevante. La CONSOB stabilisce con regolamento i criteri per l’individuazione di tali emittenti e può dispensare, in tutto o in parte, dall’osservanza degli obblighi previsti dai predetti articoli gli emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati di altri paesi dell’Unione Europea o in mercati di paesi extracomunitari, in considerazione degli obblighi informativi a cui sono tenuti in forza della quotazione. Gli emittenti indicati nel comma 1 sottopongono il bilancio di esercizio e quello consolidato, ove redatto, al giudizio di una società di revisione, ai sensi dell’articolo 156.».

Oltre a ciò, fu previsto, per tali emittenti indefiniti, l'obbligo di sottoporre i bilanci di esercizio e consolidati al controllo di una società di revisione esterna; principio poi fatto proprio dalla Riforma del 2003 e generalizzato, salvo eccezioni, a tutte le s.p.a.⁸².

Dall'approvazione e dall'entrata in vigore del Regolamento 2014/596/UE *MAR*, la disciplina della comunicazione delle informazioni privilegiate per le società quotate è oggi interamente contenuta nella normativa eurounitaria di diretta applicabilità e, dunque, la ragione della non abrogazione o, comunque della non desuetudine, degli articoli 114 e 115 era giustificata per l'appunto dal vigore dell'articolo 116 del TUF⁸³, cioè dall'estensione degli obblighi ivi contenuti agli emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante.

Dal quadro delineato emerge che, nelle intenzioni del legislatore, l'estensione dei medesimi obblighi di *disclosure* previsti per le quotate ed aventi ad oggetto informazioni precise, non pubbliche e in grado di incidere sensibilmente sul prezzo degli strumenti finanziari – cosiddette *privilegiate* – a quei soggetti che, in base ai requisiti definiti dalla normativa di secondo grado, avevano tutti i crismi per quotarsi sui mercati regolamentati, fosse l'unico modo per colmare il *vulnus* venutosi a creare con l'abrogazione della disciplina della quotazione d'ufficio.

Come precisato dalla CONSOB⁸⁴, infatti, tale sistema era volto a perseguire lo scopo di assicurare un'eguale tutela agli investitori, in quanto l'adempimento degli obblighi

⁸² Così dispone l'articolo 2409-*bis* del Codice civile: «La revisione legale dei conti sulla società è esercitata da un revisore legale dei conti o da una società di revisione legale iscritti nell'apposito registro. Lo statuto delle società che non siano tenute alla redazione del bilancio consolidato può prevedere che la revisione legale dei conti sia esercitata dal collegio sindacale. In tale caso il collegio sindacale è costituito da revisori legali iscritti nell'apposito registro.».

⁸³ In tal senso, F. ANNUNZIATA in *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2021 p. 444: «Questa scelta fa sì che sopravvivano nel corpo del TUF talune disposizioni (tra cui anche quella dell'art. 114) che, apparentemente, se riguardate sul piano della loro applicazione nei riguardi degli emittenti quotati, non avrebbero in realtà più ragion d'essere: esse, però, assolvono ancora alla funzione (quantomeno) di disegnare la disciplina di cui si tratta per gli emittenti diffusi che, di contro, non sono ricompresi nel Regolamento MAR.» e pp. 444 - 445: «Tuttavia, la disciplina dell'informazione si estende in realtà oltre la sfera degli emittenti quotati nei mercati regolamentati, o dei soggetti che sollecitano il pubblico risparmio. L'estensione opera in due direzioni che interessano sia il piano della normativa europea, sia quello interno. Sotto il primo profilo (MAR) la disciplina, infatti, si applica agli strumenti finanziari (e ai relativi emittenti) negoziati sia in un mercato regolamentato, sia in un MTF, sia in un OTF. Sotto il secondo profilo (disciplina interna), in base all'art. 116 TUF – e fatto salvo quanto previsto dall'art. 118 – gli artt. 114 e 115 si applicano, come già detto, anche ad emittenti i cui strumenti non sono negoziati su alcun mercato o sistema di negoziazione, ma che abbiano strumenti finanziari “diffusi fra il pubblico in misura rilevante” (criterio, quest'ultimo che spetta alla Consob definire in sede regolamentare).».

⁸⁴ Così CONSOB, *Note Tecniche*, 6 maggio 1998, consultabile *online*.

informativi avrebbe dovuto tendere a rafforzare la trasparenza tra emittenti e investitori e fungere da incentivo per l'ammissione alla quotazione.

Momento fondamentale dell'art. 116 del T.U.F. era la delegificazione in senso definitorio operata a favore della Consob.

Il legislatore aveva, infatti, deciso di rimettere all'Autorità, in possesso di specifiche ed elevate competenze tecniche, la funzione di individuare i parametri, almeno in un primo momento, quantitativi, che avrebbero dovuto identificare gli emittenti in questione.

La Commissione, in sede di approvazione del Regolamento Emittenti, con Delibera 11971 del 1999, all'articolo 2⁸⁵ ha, da un lato, indicato i criteri definitivi nella presenza di azionisti o obbligazionisti in misura superiore a duecento e in un patrimonio netto superiore a dieci miliardi di Lire – successivamente adeguato, con delibera 13616 del 2002, a cinque milioni di euro, in seguito all'entrata in vigore della moneta unica europea – e, dall'altro, ha introdotto, in un apposito Capo⁸⁶, gli articoli dal 108 al 112.

Successivamente è stato redatto, con Delibera 14372 del 2003, un articolo *ad hoc*, il 2-*bis*, mentre il Capo VI è stato, fino all'abrogazione dell'articolo 116, dedicato alle norme di maggiore dettaglio. Alle originarie cinque disposizioni del 1999, sono stati successivamente aggiunti gli articoli 109-*bis*⁸⁷, 109-*ter*⁸⁸, 111-*bis*⁸⁹ e 111-*ter*⁹⁰.

Con la Delibera 14372 del 2004, tramite l'introduzione dell'articolo 2-*bis*⁹¹ e la conseguente abrogazione della lettera *f*) dell'articolo 2, è stato, limitatamente alle società

⁸⁵ Così il disposto della lettera e dell'articolo 2 del Regolamento Emittenti nella prima versione del 1999, ai sensi del quale si consideravano: «emittenti strumenti finanziari diffusi»: gli emittenti italiani dotati di un patrimonio netto non inferiore a dieci miliardi di lire e con un numero di azionisti o obbligazionisti superiore a duecento.».

⁸⁶ Il Capo VI del Reg. in esame si componeva dei seguenti articoli:

- Articolo 108 “Individuazione degli emittenti”;
- Articolo 109 “Informazione su fatti rilevanti”;
- Articolo 110 “Informazione periodica”;
- Articolo 111 “Altre informazioni”;
- Articolo 112 “Esenzioni”.

⁸⁷ Articolo relativo ai patti parasociali, dapprima introdotto con Delibera 14990 del 2005 e successivamente abrogato con Delibera 18214 del 2012.

⁸⁸ Articolo avente ad oggetto il ritardo della comunicazione delle informazioni privilegiate, introdotto con Delibera 19925 del 2017 e modificato con Delibera 20621 del 2018.

⁸⁹ Articolo rubricato “Emittenti strumenti finanziari diffusi nei sistemi multilaterali di negoziazione”, introdotto dapprima con Delibera 16850 del 2009 e successivamente abrogato con Delibera 18214 del 2012.

⁹⁰ Articolo attinente al deposito delle informazioni, introdotto con Delibera 16850 del 2009.

⁹¹ L'articolo 2-*bis* nella versione della Delibera 14372 del 2003 recitava come segue: « Sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani i quali, contestualmente: a) abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a 200 che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%; b) non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'articolo 2435-*bis*, primo comma, del codice civile. I limiti di cui al comma precedente si considerano superati soltanto se le azioni alternativamente: - abbiano costituito oggetto di una sollecitazione

con azioni diffuse, abbandonato il requisito relativo al patrimonio netto e ancorato il riferimento al numero di azionisti diversi dai soci di controllo, sempre in numero superiore a 200, alla detenzione di una percentuale di capitale sociale superiore al 5%.

Solo la successiva delibera 18214 del 2012 ha, invece, aumentato i criteri quantitativi previsti sia per gli azionisti⁹² che per gli obbligazionisti⁹³, incrementandone la soglia minima da duecento a cinquecento e, con riferimento agli ultimi, sostituito il riferimento al patrimonio netto con quello del valore nominale complessivo dei titoli emessi, non inferiore a cinque milioni di euro.

1.2.3 Il concetto di diffusione e il suo rapporto con quello di negoziazione: i differenti orientamenti alla prova della nuova disciplina legislativa.

Originariamente, alla diffusione, individuata nella proporzione tra il numero dei titoli e i loro titolari, si era attribuita una valenza di tipo quantitativo, connettendo, invece, la negoziazione alla frequenza delle transazioni.

La dottrina⁹⁴ si è, infatti, lungamente interrogata sul rapporto esistente tra i due concetti, considerandosi, ai fini dell'applicazione degli obblighi informativi di cui all'articolo 116 del T.U.F., alternativamente, una coincidenza ovvero, in un'ottica di maggiore tutela degli interessi degli investitori, la possibilità per la prima di prescindere dalla seconda.

all'investimento o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio; - abbiano costituito oggetto di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato, anche rivolto a soli investitori professionali come definiti ai sensi dell'articolo 100 del TUF; - siano negoziate su sistemi di scambi organizzati con il consenso dell'emittente o del socio di controllo; - siano emesse da banche e siano acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze. Non si considerano emittenti diffusi quegli emittenti le cui azioni sono soggette a limiti legali alla circolazione riguardanti anche l'esercizio dei diritti aventi contenuto patrimoniale, ovvero il cui oggetto sociale prevede esclusivamente lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale o volte al godimento da parte dei soci di un bene o di un servizio. Sono emittenti obbligazioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani dotati di un patrimonio netto non inferiore a cinque milioni di euro e con un numero di obbligazionisti superiore a duecento.»

⁹² Così dispone il primo comma dell'articolo 2-bis nella versione attualmente vigente, modificata con Delibera 18214 dal 9 maggio 2012: «Sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani i quali, contestualmente: a) abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%; b) non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'articolo 2435-bis, primo comma, del codice civile.»

⁹³ Così dispone l'ultimo comma dell'articolo 2-bis nella versione vigente dal 9 maggio 2012: «Sono emittenti obbligazioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani di obbligazioni di valore nominale complessivamente non inferiore a 5 milioni di euro e con un numero di obbligazionisti superiore a cinquecento.»

⁹⁴ Si vedano P. SFAMENI, *Commento sub art. 116*, in P. MARCHETTI - L.A. BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D. Lgs 24 febbraio 1998, n. 58*, Tomo I, Milano, 1999, pp. 680 -688 e A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse*, Roma, 2004, pp. 35- 43.

Caratteristica fondamentale degli strumenti finanziari, anche a seguito del recepimento della Direttiva *MiFID I*, è la loro negoziabilità⁹⁵, intesa come potenzialità di negoziazione⁹⁶, sui mercati dei capitali, indipendentemente dalla natura regolamentata degli stessi⁹⁷.

⁹⁵ CONSOB, *Chiarimenti della CONSOB in materia di emittenti strumenti finanziari diffusi e piani di azionariato diffuso a favore dei dipendenti: una recente pronuncia*, Riv. soc. 2002, XLVII, Milano, 2002, pp. 773-774: «In proposito, la Commissione ha innanzitutto precisato che il requisito della “negoziabilità” di cui alla Direttiva 93/22 e all’art. 1, comma 2, lett. a), del T.U.F., ha natura astratta e potenziale e fa essenzialmente riferimento alla possibilità che un determinato titolo venga negoziato sul mercato dei capitali, non essendo invece richiesto che il titolo sia effettivamente negoziato né concretamente negoziabile in un determinato momento storico.». Con questa pronuncia dell’11 aprile 2002, la Commissione è intervenuta chiarendo nel senso della negoziabilità e non della concreta negoziazione degli strumenti finanziari, alla luce della definizione allora contenuta alla lettera f) dell’articolo 2 del Regolamento Emittenti, favorendo quell’orientamento meno restrittivo che riteneva sufficiente un momento di diffusione potenziale e non necessariamente attuale per la costituzione della fattispecie societaria in parola. Orientamento che la stessa Commissione ebbe a smentire nel suo documento di consultazione pubblica dell’11 dicembre del 2003 sulla *Modifica dei criteri per l’individuazione degli emittenti azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante dettate dall’art. 2, comma 1 lett. f), del regolamento Consob n. 11971/1999 in materia di emittenti, in attuazione dell’art. 116 del d.lgs. n. 58/1998 (TUF)*, in cui, a pagina 3, nell’illustrazione dei criteri qualitativi si fa espressamente riferimento al fatto che: «Il superamento dei limiti quantitativi dovrà concorrere con l’avvenuta effettuazione di un ricorso al mercato dei capitali.».

⁹⁶ Così A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse*, Roma, 2004, p. 41: «Non è richiesto che il titolo sia effettivamente negoziato né concretamente negoziabile in uno specifico momento storico, ma che le sue caratteristiche lo facciano considerare, secondo le diverse espressioni usate dai due testi normativi, normalmente negoziato o negoziabile. Inoltre, entrambe le definizioni, e con maggiore forza quella comunitaria al cui rispetto la disciplina nazionale è vincolata, considerano le azioni titoli caratterizzati da una oggettiva suscettibilità del titolo a costituire oggetto di negoziazione.» e, negli stessi termini, F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2021, p. 108: «Ne deriva, per tale via, che uno strumento che non sia negoziabile sul mercato dei capitali – pur potendo rientrare in altre categorie disciplinate dal diritto comune e dal TUF (titolo di credito, di massa, prodotto finanziario, ecc.) – non sarà uno strumento finanziario. Il riferimento alla “negoziabilità”, peraltro, non figura in termini identici nelle sottocategorie e nelle definizioni: per i valori mobiliari si richiede, infatti, che gli strumenti possano essere negoziati sul mercato dei capitali, mentre per gli strumenti del mercato monetario si fa riferimento al fatto che essi siano normalmente negoziati sul mercato.».

⁹⁷ Così A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse*, Roma, 2004, p. 41: «Il requisito della “negoziabilità” degli strumenti finanziari previsto dalla Direttiva sui servizi di investimento e nella norma definitoria del T.U.F., ha natura astratta e potenziale e fa esattamente riferimento alla possibilità che un determinato titolo venga negoziato sul mercato dei capitali, che è espressamente sintetica volta a ricomprendere, *in primis*, i mercati regolamentati, ma anche ogni altro luogo più o meno organizzato, in cui sia possibile effettuare investimenti finanziari.» e, negli stessi termini, F. Annunziata in *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2021, p. 108: «La nozione di negoziabilità, in ogni caso, resta indefinita, e di non facile individuazione. E’, innanzitutto, da escludere che con tale nozione ci si intenda riferire all’idoneità dello strumento ad essere negoziato sui mercati borsistici ufficiali, o meglio, “regolamentati”: non soltanto, infatti, la norma non fa alcun riferimento alla circostanza che lo strumento sia ammesso a quotazione su di un mercato organizzato, o abbia i requisiti per ottenere tale ammissione, ma il riferimento corre alla più ampia nozione di “mercato dei capitali”, che include, ma non coincide con i mercati regolamentati, o con le altre *trading venues* disciplinate dal TUF o da *MiFID II*» e p. 109: «Ne deriva, pertanto, che anche strumenti non quotati nei mercati regolamentati possono certamente essere “strumenti finanziari”, purché “negoziabili” o “normalmente negoziati”. Lo stesso deve dirsi con riferimento agli strumenti negoziati nei sistemi multilaterali di negoziazione. Se ne ricava, allora, che la “negoziabilità” di uno strumento riflette, più in generale, la sua idoneità ad essere oggetto di transazioni e dunque di trasferimento sul “mercato dei capitali”; nozione quest’ultima, a sua volta, dal contenuto non individuato in via normativa, ma desumibile dalla prassi, e dall’analisi economica.».

Alla luce di tale definizione, alcuni autori, con il supporto delle Note tecniche redatte dalla CONSOB nel 1999⁹⁸, hanno sostenuto la possibilità, ma non la necessità, che gli strumenti degli emittenti diversi da quelli quotati fossero, oltretutto diffusi, anche negoziati sui mercati dei capitali⁹⁹.

Se il concetto di diffusione ha una valenza di natura quantitativa, statica, attinente meramente al rapporto tra il numero dei titoli e quello dei titolari dei medesimi¹⁰⁰, la negoziazione, riferita alla frequenza delle transazioni, esprime un carattere di concretezza e di attualità. Tale nozione si connota, dunque, di un'intrinseca dinamicità, derivante dall'effettivo incontro tra interessi contrapposti, in grado di dare luogo ad una effettiva attività di *negoziazione*.

Una prima interpretazione¹⁰¹, maggiormente *investor oriented*, si fondava sulla differenza tra negoziazione e diffusione, intendendole quali fenomeni caratterizzanti rispettivamente le società quotate e quelle diffuse. Da qui, si tendeva a considerare la seconda un presupposto della prima¹⁰², non ammettendo, però, un pari ragionamento a parti inverse. Ciò giustificava l'anticipazione della disciplina riguardante gli obblighi informativi ad un momento antecedente rispetto a quello del compimento di operazioni che potessero, in qualche modo, definire una fattispecie negoziale.

⁹⁸ In tal senso, CONSOB, *Nota tecnica in materia di: informativa societaria*, 1999, online, p. 66: «Tale disposizione rappresenta un'innovazione rispetto al passato e muove dall'esigenza di garantire un'equivalente tutela per gli investitori in titoli non negoziati nei mercati regolamentati e di incentivare, mediante la previsione di maggiori oneri sotto il profilo informativo, l'ammissione di tali strumenti a quotazione.».

⁹⁹ Così A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse*, Roma 2004, p. 41: «Alla luce della *ratio* dell'istituto e delle considerazioni espresse in passato dalla stessa Consob nelle *Note tecniche di informazione societaria*, sembrerebbe non doversi riconoscere un sottinteso principio di correlazione necessaria ed univoca tra rilevante *diffusione degli strumenti finanziari* e loro *sufficiente negoziazione*.».

¹⁰⁰ Sul punto, infatti, da un lato, infatti, l'articolo 2-bis del Regolamento Emittenti si riferisce, al primo comma, ad un numero di azionisti diversi soci di controllo in numero superiore a 500 e che detengano una percentuale del capitale sociale almeno pari al 5% e, all'ultimo, ad un numero di obbligazionisti di società emittenti obbligazioni di valore nominale complessivo a 5 milioni di euro superiore a 500 e, dall'altro, nella vigenza dell'articolo 2325-ter del Codice civile: «sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani non quotati in mercati regolamentati italiani i quali abbiano azionisti, diversi dai soci che partecipano in misura superiore al 3 per cento del capitale, in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5 per cento».

¹⁰¹ Oltre ad A. PARALUPI *op. cit.*, si veda P. SFAMENI, *Commento sub art. 116*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D. Lgs 24 febbraio 1998*, n. 58, Tomo I, Milano, 1999.

¹⁰² In tal senso A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse*, Roma, 2004, p. 35: «Oggi, come in passato, la nozione di diffusione degli strumenti finanziari fra il pubblico ha trovato un ruolo principe come criterio selettivo nell'ambito dell'ammissione alla quotazione quale requisito necessario dei titoli quotandi.» e, più specificamente alla nota 37 della medesima pagina: «Per i titoli azionari la diffusione viene presunta qualora le azioni siano ripartite tra il pubblico per almeno il 25% del capitale rappresentato dalla categoria di appartenenza.».

Considerate tali divergenze, quanto previsto dall'articolo 116 del Testo unico non avrebbe potuto essere una mera sostituzione del sistema delineato dall'articolo 3 della previgente legge del 1974, ma una fattispecie ben diversa, anche in virtù del fatto che, almeno nella versione in vigore prima del 2004, mancava qualsiasi riferimento ad elementi di tipo negoziale.

Tale differenza di presupposti andava, secondo tale lettura, considerata anche alla luce del fatto che, nell'ammettere d'ufficio gli emittenti alla quotazione, la Consob, nella vigenza della Legge 216 del 1974, doveva tener conto della larga ed abituale *negoziatura* dei titoli e non della mera *diffusione* dei medesimi, pur, beninteso, dovendo preliminarmente valutare anche tale fattore¹⁰³. Infatti, in concreto, la quotazione poteva essere disposta anche per società i cui titoli, ancorché negoziati, non fossero ampiamente diffusi tra il pubblico.

Dal momento che, in pendenza del regime della quotazione d'ufficio, la larga e abituale negoziazione era un presupposto indispensabile per gli emittenti quotati o da quotare coattivamente, ma non anche per quelli con titoli diffusi, a seguire tale orientamento non sarebbe stato corretto confondere i due piani.

In tal modo, la coincidenza tra i due la diffusione, da un lato, e la negoziazione, dall'altro, non andrebbe letta come una necessità, quanto, al massimo, come una mera possibilità. Dunque, la prima avrebbe dovuto prescindere dalla seconda, pur potendo, in concreto, i due elementi venire a coincidere.

Questa impostazione tendeva ad anticipare la tutela nei confronti degli investitori, garantita dall'applicazione degli obblighi informativi, rispetto alla concreta effettuazione di transazioni sugli strumenti finanziari emessi. Anzi, un'interpretazione differente avrebbe potuto tradire la *ratio legis* che non avrebbe avuto ragione di distinguere tra i due modelli societari¹⁰⁴.

¹⁰³ Così P. SFAMENI, *Commento sub art. 116*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D. Lgs 24 febbraio 1998, n. 58*, Tomo I, Milano, 1999, p. 682: «Nel senso di tale interpretazione deponiva anche la disciplina, oggi abrogata, relativa all'ammissione d'ufficio dei titoli in borsa e nel mercato ristretto, prevista dall'art. 3, lett d) della l. 216 del 1974, il cui presupposto era costituito dall'esistenza di "titoli abitualmente e largamente negoziati" indipendentemente dalla diffusione degli stessi, sebbene, in concreto, anche quest'ultimo fosse oggetto di valutazione preventiva. Tale disciplina suggeriva, quindi, la possibilità che un'intensa attività di scambio potesse interessare titoli non necessariamente diffusi in modo rilevante tra il pubblico.»

¹⁰⁴ Così P. SFAMENI, *Strumenti finanziari diffusi tra il pubblico*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D. Lgs 24 febbraio 1998, n. 58*, Tomo I, Milano, 1999, p. 687: «Se, infatti, alla nozione di quotazione appartengono, oggi, entrambi gli aspetti della negoziazione (su un mercato regolamentato) e dalla diffusione (tra il pubblico) degli strumenti finanziari,

In conclusione, la sostanza di tale orientamento interpretativo si fondava su una concezione della diffusione come strumentale finanche alla formazione di un mercato e sul principio che la *need of protection* degli investitori non avrebbe dovuto essere ricercata nel fatto che la società si rivolgesse al mercato, quanto nelle risorse materiali e personali in essa coinvolte¹⁰⁵, essendo, la *market activity*, piuttosto, il presupposto per più ampie esigenze informative.

Orbene, l'orientamento sopra riportato risente, evidentemente, del passare del tempo¹⁰⁶, essendosi infatti formato prima dell'adozione della Delibera 14372 del 2003, con la quale, tramite l'introduzione di parametri c.d. qualitativi, si è pervenuti ad una definizione descrittiva del concetto di diffusione.

la disposizione suggerisce che una certa disciplina – che presuppone sia la negoziazione, sia la diffusione – potrà applicarsi, per espressa previsione legislativa, anche solo al sussistere della semplice *diffusione*, intesa, allora, anche in senso *statico*.».

¹⁰⁵ Così P. SFAMENI, *Commento sub art. 116*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D. Lgs 24 febbraio 1998, n. 58*, Tomo I, Milano, 1999, pp. 684- 685: «Una tale interpretazione dell'art. 116 T.U. non potrebbe, tuttavia, essere accettata. Da un lato, infatti, la protezione dell'investitore attraverso il continuo flusso di informazioni sugli *emittenti* non può in principio essere condizionata all'esistenza di un mercato degli strumenti finanziari oggetto di investimento. [...] L'esigenza di protezione dell'investitore tale da giustificare obblighi informativi continui – oltretutto, come vedremo, l'obbligo di revisione del bilancio (art. 116, comma 2, T.U.) – non è, in astratto, originata dalla *market activity* sugli strumenti finanziari oggetto di investimento, ma dalla complessiva *posizione* (contrattuale) dell'investitore rispetto all'emittente; che poi tale posizione divenga fattispecie rilevante ai fini applicativi di una particolare disciplina solo al sussistere di determinati parametri *quantitativi* – in termini di numero di investitori e di ammontare complessivo dell'investimento *ex art. 100, comma 1, lett. b) e c) T.U.F.*, ovvero in termini di numero degli investitori e dimensioni dell'emittente *ex art. 116 T.U. e artt. 108 e ss. del regolamento* – è questione di politica regolativa.» e, negli stessi termini, A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse*, Roma, 2004, p. 38: «Tale interpretazione restrittiva dell'art. 116 T.U.F. non sembra in ogni caso conforme alla *ratio* del rinvio operato dall'art. 2325-*bis* c.c. con particolare riferimento alla *need of protection* della particolare categoria di investitori che in questo caso si intende tutelare. Al riguardo si ritiene di condividere l'osservazione di chi ha posto in luce come il *need of protection* che si intende tutelare con le forme di controllo dell'impresa, sia in funzione dell'ampiezza e della rilevanza delle risorse materiali e personali che sono coinvolte nell'impresa, e non, invece, unicamente, del fatto che la società si rivolge al mercato.

¹⁰⁶In tal senso P. SFAMENI, *Commento sub art. 116*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D. Lgs 24 febbraio 1998, n. 58*, Tomo I, Milano, 1999, p. 688, che, nel concludere il proprio commento in merito alla diffusione chiarisce la possibilità che la Consob nell'esercizio della sua potestà regolamentare possa restringere o ampliare il novero degli emittenti diffusi: «Qualora, tuttavia, si accettasse la tesi che riconosce alla Consob il potere – implicito nel potere di individuazione degli emittenti – di definire il concetto di *diffusione* rilevante ai fini della disciplina contenuta nell'art. 116 T.U., la stessa autorità avrebbe facoltà, di restringere o ampliare la categoria degli emittenti di cui all'art. 116 T.U. prevedendo congiuntamente il requisito della diffusione *statica* e quello della diffusione *dinamica*, intervenendo sulla definizione dell'art. 2, comma 1, lett. e) del regolamento; del pari dovrebbe ritenersi legittimo un atto normativo che, sempre intervenendo sulla definizione dell'art. 2 comma 1, lett. e), prevedesse una sorta di alternatività tra criterio di *diffusione statica* e criterio di *diffusione dinamica (negoziazione)*. Senza una precisa scelta regolamentare, tuttavia, riteniamo preferibile interpretare la nozione di diffusione contenuta all'art. 116 T.U. in armonia con le altre disposizioni richiamate.».

Eliminato qualsiasi spazio per un'interpretazione che intendesse scindere, a fini costitutivi, tale momento da quello della negoziazione, si è fatta cadere qualsiasi congettura attinente al rapporto tra *diffusione statica e dinamica*.

Come sarà più dettagliatamente esposto *infra* nel paragrafo I.3, i requisiti di cui al secondo comma dell'articolo 2-*bis* del Regolamento Emittenti, nel riferirsi a titoli che fossero stati oggetto di offerta pubblica di sottoscrizione, di vendita o di scambio o che fossero stati negoziati sui sistemi multilaterali di negoziazione, nonché emessi da banche o sottoscritti e acquistati presso le loro dipendenze, non solo rappresentavano un imprescindibile momento di volontarietà ai fini dell'accesso a tale peculiare disciplina, ma presupponevano una preesistente o attuale negoziazione intorno agli strumenti di cui trattasi. Inoltre¹⁰⁷, a conferma di ciò deponiva la formulazione dell'articolo 108 del Regolamento Emittenti, ai sensi del quale gli emittenti, aventi le caratteristiche individuate dal Regolamento del 1999, potevano essere considerati, ai sensi di legge, diffusi solo dall'inizio dell'esercizio sociale successivo rispetto a quello in cui si fossero verificate le condizioni di cui all'art. 2-*bis*¹⁰⁸.

È bene sin d'ora chiarire che nella nuova formulazione dell'articolo 2325-*ter* del Codice civile¹⁰⁹, tali requisiti non sono stati richiamati e che, essendo stato abrogato l'articolo 116 del Testo Unico di Finanza, è venuta meno la competenza regolamentare della Consob relativamente a tali tipologie di emittenti.

Pertanto, quei criteri qualitativi che hanno largamente contribuito a segnare il fallimento¹¹⁰ della disciplina non trovano oggi più spazio nel nostro ordinamento.

¹⁰⁷ In questi termini si veda M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006, p. 213: «Resterebbe, poi, da stabilire se questo evento della diffusione si identifichi oppure prescinda dalla *effettiva negoziazione* delle partecipazioni sociali, e dunque se sia aperta anche la società le cui partecipazioni sociali siano solo potenzialmente negoziabili. Il problema può dirsi risolto, probabilmente, dall'art. 108 del Regolamento Emittenti, che nell'attuale formulazione specifica che gli emittenti si considerano "emittenti strumenti finanziari diffusi dall'inizio dell'esercizio sociale successivo a quello nel corso del quale si sono verificate le condizioni di cui all'art. 2-*bis*".».

¹⁰⁸ Recita l'articolo 108, primo comma del Regolamento Emittenti: «Gli emittenti si considerano emittenti strumenti finanziari diffusi, ai fini dell'applicazione di tutti gli obblighi previsti dal Testo unico, dall'inizio dell'esercizio sociale successivo a quello nel corso del quale si sono verificate le condizioni previste dall'articolo 2-*bis* fino alla chiusura dell'esercizio sociale in cui è stato accertato il venir meno di tali condizioni.».

¹⁰⁹ La nuova formulazione dell'articolo 2325-*ter*, infatti, nel definire gli emittenti, richiamando integralmente i parametri attinenti al numero di azionisti e alla loro partecipazione al capitale sociale come definiti nel Regolamento Emittenti, non ha riportato nessuno dei parametri qualitativi che dovevano necessariamente sussistere nella pendenza della definizione regolamentare.

¹¹⁰ Si veda in tal senso G. PRESTI, *Vent'anni vissuti pericolosamente. TUF e codice civile: una convivenza difficile, Analisi Giuridica dell'Economia*, Fascicolo 2, Bologna 2019.

Nonostante la presenza di soli parametri quantitativi, anche il disposto del quinto comma del novellato articolo 2325-ter del Codice civile¹¹¹, perdutasi l'efficacia dell'articolo 108 del Regolamento Emittenti come conseguenza dell'abrogazione dell'articolo 116 del Testo Unico, chiarisce che gli emittenti si possono considerare diffusi non prima dell'esercizio successivo rispetto a quello in cui si sono manifestate le condizioni – di tipo quantitativo, si intende – rilevate nei commi precedenti e seguenti.

Riproposta, con la vigenza della legge c.d. “*Capitali*”, un'impostazione basata unicamente su parametri oggettivi, gli emittenti diffusi sembrerebbero essere apprezzati prioritariamente in ragione della dispersione dei loro strumenti finanziari.

Il mancato richiamo alla volontarietà, non solo fa sì che l'adesione al modello sfugga dall'ambito dell'autonomia privata, ma fa venir meno quella posticipazione nella tutela degli investitori che era stata determinata dalle ipotesi contemplate al secondo comma dell'articolo 2-bis citato. Ciascuna di esse, infatti, faceva necessariamente ricadere la fattispecie su di un piano eminentemente negoziale.

In quest'ottica, non difficilmente potrebbe paventarsi, nella rinata disciplina degli emittenti diffusi, una reviviscenza di quella concezione, per così dire, atomistica della diffusione, in grado, cioè di rilevare *ex se* indipendentemente da una sua correlazione con la negoziazione.

Nonostante ciò, il disposto dell'articolo 2325-ter, pur contemplando unicamente parametri oggettivi, ripropone, con le dovute differenze, quanto già enunciato all'articolo 108 del Regolamento Emittenti¹¹² e cioè che gli emittenti si possano considerare diffusi solo dall'esercizio successivo «a quello nel corso del quale si sono verificate le condizioni» richieste. Per tale ragione, infatti, nonostante il mancato richiamo a fattispecie configuranti una diffusione *dinamica*, la rilevanza posticipata all'esercizio

¹¹¹ Così dispone la lettera del comma quinto dell'articolo in esame: «Gli emittenti si considerano emittenti strumenti finanziari diffusi dall'inizio dell'esercizio sociale successivo a quello nel corso del quale si sono verificate le condizioni previste nel presente articolo fino alla chiusura dell'esercizio sociale in cui è stato accertato il venir meno di tali condizioni.»

¹¹² Così dispone il sesto comma dell'articolo 2325-ter del Codice civile: «Gli emittenti si considerano emittenti strumenti finanziari diffusi dall'inizio dell'esercizio sociale successivo a quello nel corso del quale si sono verificate le condizioni previste dal presente articolo fino alla chiusura dell'esercizio sociale in cui è stato accertato il venir meno di tali condizioni.», riproponendo quanto già previsto all'articolo 108 del Regolamento Emittenti: «Gli emittenti si considerano emittenti strumenti finanziari diffusi, ai fini dell'applicazione di tutti gli obblighi previsti dal Testo unico, dall'inizio dell'esercizio sociale successivo a quello nel corso del quale si sono verificate le condizioni previste dall'articolo 2-bis fino alla chiusura dell'esercizio sociale in cui è stato accertato il venir meno di tali condizioni.»

seguito a quello in cui si sono manifestati i requisiti rilevanti potrebbe ugualmente ricondurre la nozione in una sfera di non mera *staticità*.

È, infatti, ragionevole ritenere che tra il momento in cui si realizzi quanto ritenuto sufficiente per la diffusione e quello in cui ciò assuma rilievo¹¹³, i titoli siano stati ampiamente e largamente oggetto di negoziazione¹¹⁴.

1.2.4 Il pubblico presso il quale sono diffusi gli strumenti finanziari: un soggetto volutamente indefinito.

Ulteriore elemento costitutivo è rappresentato dal pubblico presso il quale sono diffusi in misura rilevante gli strumenti finanziari.

Il legislatore, pur specificandone la natura negli azionisti e negli obbligazionisti, ha intenzionalmente fatto ricorso al termine “pubblico”, con esso intendendosi la generale platea degli investitori, siano essi clienti al dettaglio o professionali. Infatti, è possibile sostenere, con il supporto della dottrina¹¹⁵, che la nozione sia configurata come rivolta *ad incertam personam*. La differenza tra la diffusione e qualsiasi altro tipo di frazionamento della proprietà che implichi una volontà di negoziazione delle condizioni appare evidente, alla luce della standardizzazione dell’offerta, dovuta alla generalizzazione appena menzionata¹¹⁶.

Manca, dunque, una limitazione dell’ambito soggettivo di coloro presso i quali sono diffuse le partecipazioni sociali o le obbligazioni, non circoscritto solo a determinate categorie di investitori¹¹⁷.

Infatti, se così non fosse, non sarebbe né possibile né corretto riferirsi a società aperte al mercato del capitale di rischio, in quanto in presenza di simili restrizioni non si potrebbe conseguentemente parlare di mercato.

¹¹³ E cioè nell’arco di un esercizio, corrispondente, dunque, ad un anno solare.

¹¹⁴ Sul punto, M. COSSU, *ult. op. cit.*

¹¹⁵ Così E. LA MARCA, *La società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante*, Riv. dir. impr., XL, Napoli, 2021, p. 56: «Nel caso dell’appello al pubblico risparmio, la nozione di “pubblico” è stata elaborata per qualificare l’indirizzo della sollecitazione (*ad incertam personam*, per quanto non necessariamente rivolto alla generalità dei risparmiatori).».

¹¹⁶ Si vedano sul punto E. LA MARCA *op. cit.* p. 57 e A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, Napoli, 2005, p. 7.

¹¹⁷ Così, ben prima che i clienti fossero graduati tra clienti al dettaglio, professionali o controparti qualificate, A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse*, Roma, 2004, p. 43: «La stessa nozione deve però essere riferita indistintamente al pubblico degli investitori e non soltanto a specifiche categorie di soggetti. La fattispecie prefigurata, pertanto, non ricorre soltanto quando le azioni siano diffuse tra i *risparmiatori* ma anche qualora detti strumenti siano diffusi *tra investitori prevalentemente di natura professionale*.».

Nonostante sia mancante l'elemento del ricorso al mercato del capitale di rischio, identiche considerazioni valgono per le società che emettano obbligazioni diffuse fra il *pubblico* in misura rilevante.

Non sussistendo nessun tipo di qualificazione soggettiva che definisca coloro presso i quali operi la diffusione, si rende plausibile un'estensione anche agli investitori istituzionali¹¹⁸.

Al massimo, a seconda della classificazione degli investitori, a mutare è l'onere informativo in capo agli intermediari, i quali, non essendo soggetti a un'ingiustificata uniformità degli obblighi, sono sottoposti ad un carico di doveri che si riduce all'accrescersi del grado di professionalità dei clienti¹¹⁹.

Si deve, però, precisare che il complesso normativo dedicato agli emittenti di cui trattasi non appariva – né nel Testo Unico né nel Regolamento Emittenti – caratterizzato da un paritetico alleggerimento degli obblighi informativi in capo alle società¹²⁰, che, indipendentemente dal grado di professionalità del pubblico a cui si rivolgevano, erano tenute a rispettare quanto previsto dall'articolo 116 T.U.F., ad eccezione degli emittenti strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati di altri Paesi dell'Unione Europea o nei mercati di Paesi extracomunitari riconosciuti ai sensi dell'articolo 70 del Testo unico

¹¹⁸ A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse in maniera rilevante: una prima analisi del nuovo punto di contatto tra diritto commerciale e diritto dei mercati finanziari*, Riv. dir. comm., CI, I, Padova, 2003, p. 847.

¹¹⁹ Così R. COSTI- L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, vol. VII, diretto da G. Cottino, Padova, 2004, p. 222: «Singolari sono inoltre la scelta di “tipizzare” gli strumenti finanziari rilevanti facendo esclusivo riferimento alle azioni e alle obbligazioni nonché quella di non attribuire alcun rilievo al profilo soggettivo dei titolari di questi strumenti finanziari, non escludendo dal computo, ad esempio, gli investitori professionali, nonostante che la legge faccia riferimento agli strumenti finanziari diffusi “tra il pubblico in misura rilevante”.»

¹²⁰ Sul punto ancora si veda P. SFAMENI, *Commento sub art. 116*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D. Lgs 24 febbraio 1998, n. 58*, Tomo I, Milano, 1999, p. 697: «Il criterio della diffusione dei titoli, per essere inteso quale indice presuntivo di apertura dell'emittente al pubblico degli investitori, tale da imporre obblighi permanenti di informazione e di controllo, dovrebbe, allora, essere affiancato da altri parametri in grado di selezionare la *personalità* dell'investitore bisognoso di tutela (escludendo, ad esempio gli investitori istituzionali o i dirigenti dell'impresa, dal computo numerico) ovvero il grado di *dispersione* tra il pubblico dei titoli (escludendo dal computo numerico soci di controllo diretto o indiretto, anche attraverso patti di sindacato). Nessun criterio di specificazione che si aggiunga a quello meramente *numerico*, viene, invece dettato dalla Consob la quale ha preferito, probabilmente, mantenere maggiore discrezionalità valutativa per ogni singolo caso, in sede di esame delle eventuali istanze di esenzione previste dall'art. 112, comma 1 del regolamento. La scelta non sembra comunque apprezzabile.»; Cfr P. PISCITELLO, *Commento sub art. 116*, in *Testo unico della finanza*, Commentario diretto da G.F. CAMPOBASSO, Torino, 2002, Vol. 2, p. 963 e ancora, sul punto V. TROVATORE, *Commento sub art. 116*, in G. ALPA - F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, Tomo 2, p. 1074.

e delle SICAV¹²¹. Il tutto, nonostante le esigenze di tutela non possano dirsi indistintamente uniformi¹²².

La scelta, per giunta confermata dalla Novella del 2024, di non definire, neppure in negativo, il profilo degli investitori sarebbe stata di certo più coerente con l'obiettivo di una *need of protection* concretamente intesa, anziché inutilmente generale ed astratta.

Tale aspetto, combinato con la volontarietà di cui al comma 2 dell'articolo 2-bis Reg. Emittenti ha contribuito a rendere la differenza tra le due categorie di emittenti una questione attinente più all'ambito teorico che alla prassi applicativa, considerato anche l'esiguo numero delle società rilevanti ai sensi degli attuali articoli 2325-bis e -ter del Codice civile.

I.3 UNO SCALINO MAL COSTRUITO E APPESANTITO DA UNA LEGISLAZIONE CHE NE HA CAUSATO IL CEDIMENTO

I.3.1 La delegificazione e la Riforma del diritto societario: momenti cruciali per la costruzione dello scalino.

L'entrata in vigore del D. Lgs 58 del 1998 ha, tramite l'articolo 116¹²³, portato con sé l'introduzione, per la prima volta nel nostro ordinamento, delle società emittenti strumenti finanziari diffusi. Gli elementi significativi della disposizione erano da ricercare non solo nella previsione di specifici obblighi informativi, ma anche e soprattutto nella delegificazione volta ad attribuire alla CONSOB la competenza definitoria della fattispecie societaria non individuata neppure nei suoi tratti salienti da parte del legislatore¹²⁴.

¹²¹ Ai sensi dell'articolo 112 del Regolamento Emittenti: «Sono dispensati dall'adempimento dell'articolo 116, comma 1-bis, del Testo unico e nei loro confronti non si applicano gli articoli 109, 110 e 111, gli emittenti strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati di altri paesi dell'Unione Europea o nei mercati di paesi extracomunitari riconosciuti ai sensi dell'articolo 70 del Testo unico e le SICAV.».

¹²² Così A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse*, Roma, 2004, p. 44: «Occorre tuttavia riconoscere che in talune ipotesi l'esigenza di tutela degli investitori, almeno sotto il profilo informativo, in concreto non sussiste: è il caso delle azioni diffuse in larga parte tra investitori professionali o delle azioni emesse in Italia e quotate all'estero; oppure degli strumenti finanziari il cui acquisto in realtà non rappresenta un investimento di natura finanziaria.».

¹²³ Cfr G. TROVATORE, *Commento sub art. 116*, in G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di) *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediari finanziari*, Padova, 1998.

¹²⁴ Si vedano sul punto A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse*, Roma, 2004; A. BLANDINI, *Società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e disciplina societaria*, Napoli, 2004; A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, Napoli, 2005; M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006.

Con l'entrata in vigore del D. Lgs 6 del 2003 si è cercato di trovare un punto di incontro tra il Testo Unico e il Codice civile, tramite la redazione dell'articolo 2325-*bis*¹²⁵, con cui si è introdotta la nozione di "Società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio"¹²⁶.

Tale categoria si riferiva alle cosiddette società aperte, tra cui si annoveravano, oltre alle quotate nei mercati regolamentati, quelle con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, così come definite dal Regolamento Emittenti¹²⁷.

Dopo più di un ventennio dalla Riforma del diritto societario e poco più di un venticinquennio dall'entrata in vigore del T.U.F., è venuta meno la delegificazione a favore di una definizione legislativa, contenuta all'articolo 2325-*ter* del Codice civile, che in parte ha ripreso e in parte abbandonato i parametri identificativi contenuti a livello regolamentare.

Tali brevi cenni servono ad individuare, seppur sommariamente, i passaggi di timida costruzione, complessa articolazione e ulteriore tentativo di riparazione¹²⁸ del cosiddetto «scalino normativo», la cui struttura, nonostante il Testo Unico del 1998, è stata messa a punto solo nel 2003¹²⁹.

Infatti, come accennato più volte, a ridosso del nuovo millennio, con l'articolo 116 del D. Lgs 58/1998, il legislatore si avvale di una facoltà delegificante che, limitandosi a

¹²⁵ Cfr. *sub art. 2325-bis*, in G. CIAN – A. TRABUCCHI, *Commentario breve al Codice Civile*, Padova, 2020.

¹²⁶ Così dispone il primo comma dell'articolo 2325-*bis* del Codice civile: «Ai fini dell'applicazione del presente titolo, sono società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio le società con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante.».

¹²⁷ Su tale punto, si veda G.M. FLICK, *Gli obiettivi della Commissione per la riforma del diritto societario*, Riv. soc. XLV, Milano, 2000, p. 2: «L'esigenza che ha spinto ad istituire la Commissione è stata [...] quella di sviluppare l'evidente rapporto stretto di continuità e di connessione logica fra il T.U. dell'intermediazione finanziaria, in vigore dal 1° luglio 1998 e l'obiettivo della Commissione per la riforma della disciplina societaria insediata il 30 luglio successivo, che rappresenta la indispensabile e logica prosecuzione di quel primo intervento. [...] Per un verso, appare evidente l'opportunità di una omogeneizzazione nel trattamento delle società quotate e di quelle non quotate che siano caratterizzate da notevoli dimensioni, ad azionariato diffuso e dalla operatività in regime di concorrenza con le società quotate in borsa, sui medesimi mercati.».

¹²⁸ Si veda, sul punto, G.D. MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia provata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, Riv. soc., XLIX, Milano, 2004, pp. 863-880.

¹²⁹ Cfr. sulla genesi dello scalino G. PRESTI, *Riforma della s.p.a. e scalini normativi*, *Le Società*, XXII, Milanofiori Assago (MI), 2003, p. 323: «Per evitare che le nuove, più stringenti, norme del testo unico potessero rivelarsi un disincentivo alla quotazione, parve subito necessario un intervento sul diritto comune per addolcire il c.d. "scalino normativo" tra quotate e non quotate. Per la verità, un primo passo in questa direzione venne compiuto già nello stesso T.U.F. con la speciale disciplina prevista dall'art. 116 in tema di informazione e di sottoposizione dei bilanci al giudizio di una società di revisione per gli emittenti titoli non quotati su un mercato regolamentato ma diffusi in misura rilevante presso il pubblico; tuttavia generalizzata era l'opinione dell'insufficienza di questo regime intermedio a rimuovere il potenziale disincentivo alla quotazione dato dall'asimmetria della disciplina.».

richiamare l'esistenza di un nuovo modello di emittenti e prevedendone gli obblighi informativi a cui sarebbero stati sottoposti, rimetteva all'autorità amministrativa l'onere di definirli.

In sostanza, bizzarramente furono preliminarmente indicati i doveri informativi che avrebbe dovuto assolvere un ente che ancora non esisteva e di cui non si erano tratteggiate neanche le linee essenziali.

1.3.2 La Riforma delle società per azioni, tra nuovi modelli e differenti statuti.

Nel 2003, a seguito della definizione dettata progressivamente dagli articoli 2, lett. e), e 2-bis del Regolamento 11971 del 1999, si è ricondotta a sistema la fattispecie, a seguito della previsione codicistica più volte citata, che si inseriva nel più ampio contesto di riforma delle società di capitali e delle società in generale e se ne è meglio individuata la disciplina¹³⁰.

Si delinearono differenti statuti per ciascuno dei modelli¹³¹ considerati, prendendo, così, forma la differenza tra le società cosiddette di base e quelle che si rivolgono al mercato del capitale di rischio¹³².

Queste ultime, contrariamente alle prime, si differenziano a seconda di gradi di apertura di maggiore o minore intensità¹³³, posizionandosi lungo un'ipotetica scala, i cui *gradini* dovrebbero condurre al mercato regolamentato.

¹³⁰ Sul punto G. PRESTI, *Riforma della s.p.a. e scalini normativi*, *Le Società*, XXII, Milanofiori Assago (MI), 2003, p. 325: «La legge delega ha richiesto un lavoro sia sulla fattispecie sia sulla disciplina. Per il primo aspetto, il legislatore delegato ha dovuto specificare la nozione di società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio. Per il secondo, dettarne la disciplina “speciale” rispetto a quella di diritto comune».

¹³¹ È, infatti, più corretto parlare di modello e non di tipo societario, con riferimento alle società diffuse, in quanto il tipo è quello della società per azioni. In tal senso, si veda *Cfr* E. La Marca, *La società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante*, *Riv. dir. impr.*, XL, Napoli, 2021, p. 56: «Non siamo probabilmente di fronte ad un diverso tipo di società per azioni; tuttavia, è innegabile la considerazione normativa di interessi in gioco coinvolti significativamente diversi tra società “chiuse” e società “aperte”».

¹³² G.M. FLICK, *Gli obiettivi della Commissione per la riforma del diritto societario*, *Riv. soc.*, XLV, Milano, 2000, p. 2: «Per un altro verso e correlativamente – anche attraverso l'approfondimento degli spunti già emersi nel corso dei lavori preparatori del testo unico finanziario – appare altrettanto evidente l'opportunità di distinguere fra “società aperte” (destinate a finanziarsi attraverso il capitale raccolto sul mercato) e “società chiuse” (che ricorrono ai finanziamenti interni dei soci e del credito), cui assicurare la più ampia autonomia statutaria.».

¹³³ Obiettivo della riforma era invertire la rotta del diffuso disincentivo alla quotazione, anche sulla scorta delle risultanze della Relazione Mirone, in tal senso COMMISSIONE MIRONE, *Relazione illustrativa*, *Riv. soc.*, XLV, Milano, 2000, pp. 29-30, in cui si specifica: «L'esigenza di introdurre garanzie, tutele e controlli anche per le società che, pur raccogliendo risorse tra il pubblico degli investitori, sfuggono alla disciplina del TUF, non negoziando titoli su mercati regolamentati.».

Se tutte le società¹³⁴ diverse da quelle con azioni quotate nei mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante sono da considerarsi chiuse¹³⁵, per quelle aperte le valutazioni da compiere sono più complesse. Infatti, soprattutto guardando al regime finora vigente e da poco riformato, l'interconnessione e il continuo rinvio operante tra le fonti di rango primario e quella regolamentare¹³⁶ erano sintomatici di poca organicità e schizofrenia legislativa, dovuta ad un mancato coordinamento tra le scelte prese in sede primaria e regolamentare.

Il presente paragrafo intende analizzare gli aspetti principali di tale assetto reso oramai previgente dell'entrata in vigore della legge 21 del 2024.

La dicotomia chiusura-apertura svolge una funzione significativa, non solo da un punto di vista sistematico-definitorio¹³⁷, ma anche e soprattutto per quel che riguarda le esigenze di tutela che ciascun modello richiede¹³⁸.

In forza di tale contrasto è, infatti, possibile distinguere tra società di base e società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, concetti sconosciuti fino a un ventennio fa.

In questo modo, si sono definiti almeno tre modelli societari, l'uno chiuso¹³⁹ e gli altri due aperti¹⁴⁰, superandosi, come richiesto dal Progetto Mirone, il binomio che voleva nella s.r.l. la forma giuridica delle società chiuse e nella s.p.a quella delle aperte¹⁴¹.

¹³⁴ Intendendosi, con il lemma "società", necessariamente quelle per azioni, essendo la natura di quelle di persone e di quelle a responsabilità limitata del tutto estranea al mercato dei capitali salva per queste ultime la disciplina del *crowdfunding* prevista per le pmi.

¹³⁵ Così G.D. MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia provata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, Riv. soc., XLIX, Milano, 2004, p. 863: «La nozione di società chiusa è meramente negativa, deriva cioè *a contrario* da quelle società "con azioni quotate in mercati regolamentati" e di società "con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante.»

¹³⁶ Il Codice civile – art. 2325-*bis* e 111-*bis* Disp. Attuative – ed il TUF – artt 114, 115 e 116 – da un lato, il Regolamento Emittenti – artt. 2-*bis*, 108-112 – dall'altro.

¹³⁷ Così G.D. MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia provata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, Riv. soc., XLIX, Milano, 2004, pp. 863-864: «Sono società chiuse tutte le s.p.a. che non rientrano nelle altre due categorie positivamente definite con riferimento al ricorso al mercato del capitale di rischio.»

¹³⁸ Così A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse*, Roma, 2004, p. 39: «Si deve altresì sottolineare come l'individuazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio debba venir effettuata tenendo conto, *a contrario*, dell'esigenza di individuare quelle società che presentano peculiari esigenze di tutela proprio perché non sono "aperte al mercato"».

¹³⁹ In esso sono ricomprese tutte le società per azioni, cosiddette di base, nonché le società emittenti obbligazioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante, oggi disciplinate dall'articolo 2325-*ter* del Codice civile e finora note unicamente al Testo Unico ed al Regolamento Emittenti.

¹⁴⁰ Con esso si intendono tutte le società indicate all'articolo 2325-*bis*, comma 1.

¹⁴¹ Così G. PRESTI, *Riforma della s.p.a. e scalini normativi*, *Le Società*, XXII, Milanofiori Assago (MI), 2003, p. 324: «La relazione al progetto Mirone spiegava che questa distinzione all'interno del tipo s.p.a. venne ipotizzata nel momento in cui si rinunciò all'idea originaria di una bipartizione secca delle società di

Conseguenza della pluralità di modelli è l'esistenza, pur in presenza di un nucleo normativo comune, di uno specifico complesso di regole a ciascuno di essi applicabili: i cosiddetti statuti¹⁴².

Il "modello di base unitario" descritto all'articolo 4 della Legge di delega 366 del 2001, riproposto in modo pressoché identico¹⁴³ a quello elaborato dalla Commissione Mirone, è stato recepito, in sede di delega, attraverso un complesso statutario di base¹⁴⁴ per le società chiuse, in cui sono in larga misura contenute norme applicabili anche agli altri due modelli, salve determinate disposizioni riferite esclusivamente alle prime e «regole caratterizzate da un maggior grado di imperatività¹⁴⁵ in considerazione del ricorso al mercato del capitale di rischio¹⁴⁶».

Una parte di esse è intervenuta direttamente sul precetto delle disposizioni di base, adattandole alle esigenze delle società aperte, e un'altra è invece composta da norme aggiuntive a quelle previste per le s.p.a. "ordinarie"¹⁴⁷.

capitali: la s.r.l. come forma giuridica della società chiusa e la s.p.a. quale modello esclusivo dell'impresa di grandi dimensioni caratterizzata dalla dissociazione tra proprietà e controllo e, in tal senso definibile come aperta.».

¹⁴² Così A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse*, Roma, 2004, p. 27: «In estrema sintesi, si possono identificare i seguenti statuti, in varia forma graduati e da coordinare tra loro: s.p.a. di base, s.p.a. aperta, s.p.a. quotata, s.p.a. non quotata ma emittente azioni diffuse in maniera rilevante presso il pubblico, non quotata ma emittente obbligazioni diffuse in maniera rilevante presso il pubblico, s.p.a. non quotata ma controllata da quotata, s.p.a. non quotata ma controllante una quotata.». Cfr sul punto G. PRESTI, *Le nuove ricette del diritto societario*, in P. BENAZZO, G. PRESTI, S. PATRIARCA (a cura di), *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, Milano, 2003, p. 28.

¹⁴³ Cfr G. PRESTI, 'Riforma della s.p.a. e scalini normativi', *Le Società*, XXII, Milanofiori Assago (MI), 2003, p. 324: «E' noto che la parte civilistica della legge delega n. 366/2001, con la sola eccezione dell'art. 5 in tema di cooperative, riprende quasi alla lettera l'originario progetto elaborato dalla commissione Mirone».

¹⁴⁴ Cfr R. WEIGMANN, *Luci ed ombre del nuovo diritto azionario*, *Le Società*, XXII, Milanofiori Assago (MI), 2003, p. 273 ss.

¹⁴⁵ Imperatività che in parte ha ridotto l'autonomia statutaria delle società, così come evidenziato da C. ANGELICI, *La Riforma delle società di capitali*, Padova, 2003, p. 11 ss, secondo il quale se da un lato la riduzione dell'autonomia comporta, da un lato, una standardizzazione degli statuti delle società aperte, dall'altro è volta a tutelare sia le minoranze tramite norme imperative poste dalla legge sia gli azionisti a favore dei quali è prevista una standardizzazione delle caratteristiche dell'investimento.

¹⁴⁶ Art. 4, comma 1 L. delega 366 del 2001: «La disciplina della società per azioni è modellata sui principi della rilevanza centrale dell'azione, della circolazione della partecipazione sociale e della possibilità di ricorso al mercato del capitale di rischio. Essa, garantendo comunque un equilibrio nella tutela degli interessi dei soci, dei creditori, degli investitori, dei risparmiatori e dei terzi, prevederà un modello di base unitario e le ipotesi nelle quali le società saranno soggette a regole caratterizzate da un maggiore grado di imperatività in considerazione del ricorso al mercato del capitale di rischio.».

¹⁴⁷ Si veda, ancora, sul punto G.D. MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia provata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, *Riv. soc.*, XLIX, Milano, 2004, p. 871: «Le regole imperative aggiuntive per le società aperte possono essere suddivise in norme che modificano direttamente il contenuto precettivo di disposizioni presenti nella disciplina delle s.p.a. di base e in norme che a queste si aggiungono. Occorre inoltre tener conto di quelle norme che non sono dettate per le società aperte, ma che si riferiscono in via specifica a quelle chiuse per

Tramite tali differenze, per giunta ben più ampie nel decreto legislativo rispetto a quanto richiesto dalla legge delega, nonostante la comunanza di fondo, il legislatore ha voluto perseguire l'obiettivo di tratteggiare discipline specifiche per ciascuna di esse, vista la difformità di interessi e di esigenze meritevoli di tutela a cui ognuna aspira.

Per tali ragioni, con riguardo agli emittenti di interesse in questa sede, non era sufficiente una mera estensione degli obblighi di tipo informativo, per giunta non contenuti a livello codicistico, previsti per le società quotate, ma si palesò l'esigenza di dover definire un più completo assetto disciplinare che contenesse una tutela per i soci di minoranza con riguardo ai loro diritti di *voice*¹⁴⁸. Si è in presenza di uno statuto¹⁴⁹, per l'appunto, che si atteggia, considerate le peculiarità di ciascuna fattispecie, diversamente anche per le società aperte, nonostante sia, in buona parte, caratterizzato da norme comuni.

Al di là del merito dell'organico vento riformatore del 2003/2004 e dei suoi esiti, è opportuno segnalare che con esso si è garantito quel raccordo, da tempo atteso, tra il diritto dei mercati e il diritto societario. Coniugare la disciplina di informazione al pubblico con i diritti dei soci, tramite un bilanciamento dei contrapposti interessi di maggioranza e minoranze e l'alternanza tra norme imperative, da un lato, e sacche di autonomia privata, dall'altro, tendeva, certamente, nel senso anzidetto.

La diffusione delle azioni, infatti, nel prevedere più di 500 – o 200, nella prima versione vigente – azionisti diversi dai soci di controllo impone la necessità di una tutela della minoranza azionaria che, similmente a quanto accade per l'altro modello di emittenti indicati al primo comma dell'articolo 2325-*bis* c.c., si caratterizza per essere meno salda e più frazionata – *i.e.* diffusa – rispetto alle società chiuse¹⁵⁰.

consentire loro delle scelte autonome. Così disponendo, infatti queste norme impediscono che queste scelte siano compiute anche dalle società aperte.»

¹⁴⁸ Così A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse*, Roma, 2004, p. 40: «La scelta legislativa di estendere agli emittenti in discorso una disciplina sostanzialmente conforme a quella delle quotate che si somma alla disciplina del *price sensitive information* dovrebbe suggerire, infatti, una esigenza di tutela delle minoranze con l'attribuzione di un diritto di *voice* corroborante rispetto a quella informativa.»

¹⁴⁹ Cfr P. SPADA, *Il tipo delle società per azioni*, in G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE *Trattato delle società per azioni*, 1*, 2004, p. 85 ss.

¹⁵⁰ In tal senso si veda A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse*, Roma, 2004, p. 16: «Come è noto, in questa prospettiva, accanto alla tutela prevista dalla precedente normativa contenuta nel Testo Unico della Finanza e nella disciplina secondaria riconosciuta, preminentemente se non esclusivamente, agli interessi di natura informativa dei creditori della società e del socio considerato nel suo rapporto sociale, sono emerse, e si sono progressivamente affermate in modo sempre più deciso, le ragioni di tutela dei più generalizzati interessi di *voice* riconducibili alle società con un azionariato diffuso, anche se non quotate in mercati regolamentati.»

È possibile ritenere, drasticamente, che fino al 2003, a causa del mero momento delegificante, mancasse un modello di società aperte diverse dalle quotate a cui, con la riforma, è stata attribuita forma e struttura, considerate le finalità non esattamente coincidenti¹⁵¹ degli interventi del 1998 e del 2003.

Nonostante tale apparente omogeneità, vi era una differenza di fondo tra la rubrica e la disciplina rispettivamente degli articoli 2325-*bis* c.c., 116 T.U.F. e 2-*bis* Reg. Emittenti: non tutti gli emittenti strumenti finanziari diffusi¹⁵²erano¹⁵³, infatti, da annoverare tra le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. In tale categoria, oltre, ovviamente, a quelle quotate sui mercati regolamentati, rientrano unicamente quelle ad azionariato diffuso.

Dunque, il cosiddetto scalino normativo era riferito solo alle une e non anche alle altre e, come sarà più opportunamente specificato *infra* nel Capitolo III, questa impostazione è confermata anche nella nuova formulazione dell'articolo 2325-*ter* del Codice civile.

La difformità che ha finora caratterizzato disposizioni contenute in differenti atti normativi di rango primario e secondario appare confermata anche sul piano endocodicistico, dal momento che nessuna modifica è stata apportata all'articolo 2325-*bis*, nonostante la differenza tra le definizioni delle società che emettono azioni e obbligazioni diffuse.

Se, tra le diffuse, società aperta è unicamente quella emittente azioni¹⁵⁴, si può senza esitazioni, sostenere che lo statuto codicistico comune condiviso con le società quotate

¹⁵¹ Così A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse*, Roma, 2004, p. 32: «In particolare l'apparente processo regolativo annunciato dalla norma che si snoda attorno alla fattispecie oggettiva della *diffusione tra il pubblico in misura rilevante di strumenti finanziari* è del tutto delegato ad una funzione normativa secondaria che, allo stato, risulta creata per scopi non del tutto coincidenti rispetto a quelli del Codice Civile.».

¹⁵² Di cui al Testo Unico ed al Reg. Emittenti.

¹⁵³ E sono, tuttora, alla luce dell'articolo 2325-*ter*. *Cfr infra*.

¹⁵⁴ Si veda M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006, p. 209: «Ma un'incongruenza vistosa era rappresentata dal fatto che l'art. 2325-*bis* parla di società con *azioni* diffuse laddove il regolamento in questione parla di società con *strumenti finanziari* diffusi, ciò che rendeva disarmonico il richiamo induceva a concludere che l'emissione obbligazionaria non è idonea a qualificare la diffusione come evento, e conseguentemente nemmeno a stabilire quale sia la soglia rilevante.» ed ancora p. 210: «Anche prima di questo intervento chiarificatore [la modifica del dicembre 2003 al Regolamento Emittenti] del legislatore secondario era già emersa, peraltro, l'opinione che la società aperta sarebbe (solo) quella con azioni diffuse, e si distinguerebbe, così, da una società con strumenti finanziari diffusi per una compagine sociale ampia (più di duecento azionisti), laddove il numero degli azionisti sarebbe irrilevante ai fini della qualifica[...]. Dal novero delle società aperte andrebbero certamente escluse, dunque, le s.p.a. unipersonali, pure se di grandi dimensioni, le s.p.a. che raggiungono un'elevata diffusione attraverso l'emissione di obbligazioni o altri strumenti finanziari e le s.p.a. che abbiano un azionariato ampio ma non pari alla soglia minima richiesta (piuttosto alta, invero, rispetto alla composizione media dell'azionariato italiano).».

non possa applicarsi anche agli emittenti obbligazioni diffuse in misura rilevante, i quali, vista la loro natura di società per azioni erano e sono, con le opportune differenze¹⁵⁵ tuttora destinatari della disciplina prevista per il modello di base.

Anche se la Consob prima e il legislatore poi non hanno mancato di definire tale peculiare categoria, non può che ritenersi irrilevante ai fini di cui all'articolo 2325-*bis*, il grado di diffusione dei prestiti obbligazionari, nonostante in dottrina si sia dubitato della sua completa estraneità nella «prospettiva dell'apertura al mercato»¹⁵⁶.

Tra i differenti modelli societari, ed anche tra quelli attinenti all'ambito delle società *ex art. 2325-bis* cod. civ., si nota un'evidente differenza del grado di apertura, che si accresce a seconda che dalle s.p.a. chiuse ci si rivolga verso la diffusione, e quindi la quotazione degli strumenti finanziari. Volendo ricorrere ad una metafora già adoperata dalla dottrina, si può distinguere tra società a porta chiusa, aperta o spalancata¹⁵⁷.

Sebbene le sole che vengono considerate in relazione al mercato dei capitali, ai sensi dell'articolo 2325-*bis* c.c., siano le uniche rilevanti per lo scalino, il Libro V del Codice civile così come novellato dal D. Lgs. 6 del 2003¹⁵⁸, in realtà, riflette una potenziale idoneità all'apertura di tutte le società per azioni¹⁵⁹.

È in tale quadro che si erge il «gradino normativo», inteso a rappresentare metaforicamente la congiunzione del dislivello tra il modello di base e quello quotato, che avrebbe dovuto essere colmato proprio dalla disciplina normativa delle società con azioni diffuse.

¹⁵⁵ Cfr. Cap. III

¹⁵⁶ Ancora, sul punto, M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006, pp. 210-211: «In realtà si può forse dubitare che l'entità del prestito obbligazionario, o degli strumenti finanziari emessi, sia irrilevante nella prospettiva dell'apertura al mercato, dal momento che il novello art. 2-*bis*, 4° co., del regolamento emittenti ha introdotto la nozione di emittenti obbligazioni diffuse presso il pubblico in misura rilevante [...]. La norma, in quanto entrata in vigore prima del 1° gennaio 2004, completa la nozione di strumenti finanziari diffusi genericamente data dall'art. 2, 1 co., lett. e), del medesimo regolamento, e ripropone la questione relativa alla rilevanza dell'emissione degli strumenti in vista dell'evento diffusione; tanto più che l'emissione obbligazionaria non è mai stata irrilevante nella prospettiva dell'apertura al mercato del risparmio.»

¹⁵⁷ A. BLANDINI, *Società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e disciplina societaria*, Napoli, 2004; A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, Napoli, 2005.

¹⁵⁸ Si veda, sul punto, G. MINERVINI, *Commento sub art. 2325-bis*, in M. SANDULLI - V. SANTORO, *La riforma delle società*, 2/I, Torino, 2003, p. 21.

¹⁵⁹ Cfr. M. COSSU, *op. cit.*, p. 211: «E' da precisare che ogni s.p.a. in quanto tale ha, nell'ottica della riforma, una intrinseca potenzialità ad essere aperta: è evidente, in particolare, che l'art. 2345, 3° co., c.c., che impone la costante trasparenza del potere azionario nelle società per azioni non quotate, è pensato per una società (almeno) potenzialmente aperta, nella quale l'adesione successiva alla società e il mutamento delle parti sono eventi normali.»

Sul punto, negli anni antecedenti all'entrata in vigore del T.U.F., più precisamente in pendenza dei lavori preparatori compiuti dalla Commissione ministeriale coordinata dall'allora Direttore generale del Tesoro Mario Draghi, emerse la necessità di evitare la creazione di un pericoloso vuoto tra le società quotate e le altre s.p.a.¹⁶⁰, a cui si intese sopperire tramite l'esitante formulazione dell'articolo 116¹⁶¹.

Inizialmente, il divario fu colmato unicamente sotto il profilo informativo, a causa dei limiti della delega ricevuta dal Parlamento, per giunta tramite un meccanismo che non si esita a definire distorto, costituito da rinvii ed ulteriori deleghe ad organi amministrativi. Tale quadro ha finito per complicarsi ulteriormente con la Riforma del 2003¹⁶², in ragione della mancanza di una concettualizzazione codicistica e di una definizione della misura della rilevanza da parte delle Disposizioni di attuazione, le quali si sono limitate a rimandare al Testo Unico, in cui era, a sua volta, previsto un ulteriore rinvio alla normativa regolamentare.

Era, dunque, difficile ipotizzare, in un contesto di poca, anzi assente, organicità, il successo di tale innovazione legislativa che presto portò a trasformare lo scalino in un piano inclinato¹⁶³ verso la chiusura, piuttosto che in uno scivolo verso l'apertura, inducendo le società per azioni o a conservarsi nel modello «di base» o, sussistendone i presupposti, a richiedere l'ammissione alla quotazione sui mercati regolamentati¹⁶⁴, non

¹⁶⁰ Si veda A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, Napoli, 2005.

¹⁶¹ Si veda M. DRAGHI, *Audizione parlamentare*, 10 dicembre 1997 reperibile online, p. 24: «E' stata anche ripetutamente ipotizzata la possibilità (o il pericolo) che si venga a creare un gradino fra società quotate e non quotate. In proposito è importante precisare che gli obblighi di trasparenza (e mi rivolgo anche all'onorevole Pagliarini, il quale ha fatto riferimento alla trasparenza dei bilanci) sono indirizzati sia alle società quotate sia alle altre società che fanno appello al pubblico risparmio. Da questo punto di vista si pone una prima iniziale omogeneizzazione delle due categorie. Inoltre, l'informazione continua è regolata secondo un indirizzo consolidato, ma deve essere fornita anche a livello di gruppo (quindi includendo, se del caso, le società non quotate). Come vedete, le società non quotate sono interessate alla disciplina sia nel caso di appello al pubblico risparmio sia in quanto facenti parte di gruppi. Indubbiamente è un'applicazione estensiva, che non riguarda la generalità delle società, ma ciò è dovuto ai limiti della delega.».

¹⁶² Cfr. G. PRESTI, *Riforma della s.p.a. e scalini normativi*, *Le Società*, XXII, Milanofiori Assago (MI), 2003, pp. 328- 329: «Limiterò l'attenzione al quesito se la definizione contortamente offerta dalla riforma sia o no idonea a rimuovere un potenziale disincentivo alla quotazione in un mercato regolamentato.».

¹⁶³ Cfr. R. COSTI, *Riflessioni generali*, in G. CIAN (a cura di) *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societari*, Padova 2004, p. 467, secondo cui anche a seguito della riforma: «Lo scalino fra quotate e non quotate rimanga e che, a pertanto, la riforma, anche a prescindere dalle norme penali che accentuano quello scalino, non incentivi affatto le società aperte a chiedere la quotazione sui mercati regolamentati.».

¹⁶⁴ Come si avrà modo di chiarire nel capitolo successivo, la quantità di società che hanno richiesto ed ottenuto l'ammissione alla quotazione è poco più che irrisorio e non bilanciato dal numero di emittenti che hanno effettuato il *delisting*.

ritenendo utile o vantaggioso accedere alla disciplina intermedia della diffusione delle azioni.

1.3.3 Gli obblighi previsti dal Testo Unico: una delle cause della mancata costruzione di un vero scalino normativo.

Le ragioni dell'insuccesso, oltre a ricercarsi nel *caos* definitorio¹⁶⁵ dovuto al rinvio mobile¹⁶⁶ alla disciplina regolamentare¹⁶⁷, vanno individuate nella portata degli obblighi e nella volontarietà della diffusione.

Sin dal momento dell'abrogazione della quotazione d'ufficio e dei primi cenni agli emittenti strumenti finanziari diffusi in misura rilevante, fu prevista l'estensione, oggi abrogata¹⁶⁸, di specifici obblighi informativi¹⁶⁹ previsti per le società quotate, contenuti agli articoli 114, commi 5¹⁷⁰ e 6¹⁷¹, e 115¹⁷², nonché l'applicazione delle disposizioni

¹⁶⁵ Si veda, sul punto M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico Finanziario*, Vol. II, Torino, 2020 p. 1251: «I confini di quest'ultimo concetto [le società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante] tuttavia, a differenza del primo, si presentano intrinsecamente mutevoli in ragione della tecnica normativa seguita. Infatti, ai sensi dell'art. 111 bis, co. 1°, delle disp. att. c.c., la "misura rilevante di cui all'art. 2325-bis del codice è quella stabilita a norma dell'art. 116" del T.u.f. Tale disposizione, a sua volta, affida al potere regolamentare della Consob il compito di stabilire i criteri per l'individuazione degli emittenti "strumenti finanziari diffusi" i quali, "ancorché non quotati in mercati regolamentati italiani, siano diffusi tra il pubblico in misura rilevante": con la conseguenza che, trattandosi di un rinvio mobile alla formulazione regolamentare della Consob, ogni variazione di quest'ultima nel corso del tempo è destinata a riflettersi in una corrispondente modificazione del perimetro della categoria.»

¹⁶⁶ Cfr sul rinvio alla disciplina regolamentare, M. SCIUTO, *sub art. 2325-bis*, P. ABBADESSA, E. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, Milano, 2016, p. 143 ss.

¹⁶⁷ Cfr, sul punto, P. ABBADESSA, E. GINEVRA, *sub art. 2325-bis*, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004.

¹⁶⁸ Come si avrà, infatti, modo di trattare nel corso del capitolo III, non solo nella formulazione del nuovo articolo 2325-ter non si sono riproposti i parametri quantitativi indicati dalla Consob, ma l'articolo 4 della Legge "Capitali" ha contribuito alla rimozione di tutti gli obblighi contenuti nel T.U.F.

¹⁶⁹ Sul punto G.M. FLICK, *Gli obiettivi della Commissione per la riforma del diritto societario*, Riv. soc., XLV, Milano, 2000, p. 2: «Da un altro lato, ancora ed infine, occorre comunque disporre di strumenti che assicurino una maggiore e più completa informazione verso l'esterno ed all'interno della società, nella prospettiva di trasparenza avviata dal testo unico dell'intermediazione finanziaria.»

¹⁷⁰ Così dispone il comma quinto dell'articolo 114 del Testo Unico di Finanza: «La CONSOB può, anche in via generale, richiedere agli emittenti, ai soggetti che li controllano, agli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine, ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti, nonché ai soggetti che detengono una partecipazione rilevante ai sensi dell'articolo 120 o che partecipano a un patto previsto dall'articolo 122 che siano resi pubblici, con le modalità da essa stabilite, notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico. In caso di inottemperanza, la CONSOB provvede direttamente a spese del soggetto inadempiente.»

¹⁷¹ Così dispone il sesto comma dell'articolo 114 T.U.F.: «Qualora gli emittenti, i soggetti che li controllano e gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine oppongano, con reclamo motivato, che dalla comunicazione al pubblico delle informazioni, richiesta ai sensi del comma 5, possa derivare loro grave danno, gli obblighi di comunicazione sono sospesi. La CONSOB, entro sette giorni, può escludere anche parzialmente o temporaneamente la comunicazione delle informazioni, sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico.»

¹⁷² L'articolo 115 del T.U.F. statuisce quanto segue: «La CONSOB, al fine di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico può, anche in via generale; a) richiedere agli emittenti quotati, agli emittenti

della parte IV, titolo III, capo II, sezione IV, ad eccezione degli articoli 157 e 158, del Testo Unico¹⁷³.

Delle disposizioni citate, si intende quivi fare cenno unicamente agli articoli 114 e 115, in quanto delle altre si tratterà *infra*.

Come specificato, trattasi di norme previste per le società quotate, per le quali – in special modo per quel che riguarda l'articolo 114 – dal 2016 trova applicazione la disciplina armonizzata del Regolamento 2014/596 UE *MAR – Market Abuse Regulation* – e che il legislatore non ha inteso abrogare proprio in virtù del richiamo agli emittenti diffusi operato dall'articolo 116.

La tecnica seguita è stata di renderle applicabili, oltre che a tutte le società aperte, anche ad una specifica tipologia di società chiusa: gli emittenti obbligazioni diffuse. Tale costruzione normativa ha, per un verso, contribuito a rendere particolarmente onerosi l'accesso e la permanenza nel modello intermedio e, per altro, evidenzia la disorganicità di fondo esistente con la disciplina codicistica, in cui, nessun cenno veniva rivolto agli emittenti obbligazioni diffuse. La recente legge, nonostante non abbia modificato l'assetto del più volte menzionato articolo 2325-*bis*, ha definito in un'unica disposizione le due tipologie di emittenti diffusi e ha rimosso tutti i vincoli di cui trattasi tanto per l'una quanto per l'altra. Quest'ultima scelta, come si vedrà *infra* nel corso del Capitolo III, per quanto giustificata da una *ratio* di semplificazione, sembra aver espunto dalla categoria

quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine, ai soggetti che li controllano e alle società dagli stessi controllate, la comunicazione di notizie e documenti, fissandone le relative modalità; b) assumere notizie, anche mediante la loro audizione, dai componenti degli organi sociali, dai direttori generali, dai dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari e dagli altri dirigenti, dai revisori legali e dalle società di revisione legale, dalle società e dai soggetti indicati nella lettera a); c) eseguire ispezioni presso i soggetti indicati nelle lettere a) e b), al fine di controllare i documenti aziendali e di acquisirne copia; c-bis) esercitare gli ulteriori poteri previsti dall'articolo 187-*octies*. I poteri previsti dalle lettere a), b) e c) possono essere esercitati nei confronti dei soggetti che detengono una partecipazione rilevante ai sensi dell'articolo 120 o che partecipano a un patto previsto dall'articolo 122. Le disposizioni del comma 1 si applicano anche nei confronti degli emittenti che hanno chiesto o autorizzato la negoziazione degli strumenti finanziari di propria emissione su un sistema multilaterale di negoziazione italiano, nonché degli emittenti che hanno autorizzato la negoziazione degli strumenti finanziari di propria emissione su un sistema organizzato di negoziazione italiano. La CONSOB può altresì richiedere alle società o agli enti che partecipano direttamente o indirettamente a società con azioni quotate l'indicazione nominativa, in base ai dati disponibili, dei soci e, nel caso di società fiduciarie, dei fiduciari.».

¹⁷³ Così recitava il comma 2-*bis* dell'articolo 116 del T.U.F. precedentemente alla sua abrogazione: « Gli articoli 114, ad eccezione del comma 7, e 115, si applicano anche agli emittenti strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni nei sistemi multilaterali di negoziazione che presentano le caratteristiche stabilite dalla Consob con regolamento e a condizione che l'ammissione sia stata richiesta o autorizzata dall'emittente.».

societaria in esame il caposaldo della protezione e tutela degli investitori che aveva animato la sua introduzione nel 1998.

Indubbiamente, l'estensione di tali obblighi informativi aveva comportato non solo un mero ampliamento dei destinatari degli stessi, ma anche l'esposizione di società aperte e chiuse – tra queste ultime si annoverano, infatti, gli emittenti obbligazioni diffuse – al rischio di essere sanzionabili amministrativamente e penalmente per il compimento di abusi di mercato aventi ad oggetto la violazione della disciplina in tema di informazione societaria¹⁷⁴.

A seguito della razionalizzazione della disciplina, dovuta anche all'intervento regolamentare armonizzante, nel 2018 sono state apportate modifiche all'articolo 116, in primo luogo abrogandone il comma 2-bis¹⁷⁵, che estendeva tali obblighi anche alle società ammesse alla negoziazione sui Sistemi multilaterali di negoziazione, in secondo luogo tramite una riduzione della loro portata ai soli commi 5° e 6° dell'articolo 114¹⁷⁶, evitando, così, di imporre il rispetto del disposto dell'articolo 114 nella sua integrità, ad eccezione del solo settimo comma¹⁷⁷.

Per quanto riguarda il comma 2-bis, la sua abrogazione non ha significato il venir meno di tali obblighi per le società che, ancorché non quotate nei mercati regolamentati, negoziassero le loro azioni sui sistemi multilaterali di negoziazione.

Infatti, la previsione contenuta al secondo comma dell'articolo 2-bis Reg. Emittenti, soddisfatti i limiti quantitativi indicati al primo comma, considerava espressamente tra i

¹⁷⁴ Cfr F. ANNUNZIATA in *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2021 p. 444: «Nel Testo Unico delle disposizioni di intermediazione finanziaria, il Capo I, Parte IV, Titolo III è interamente dedicato alla materia dell'informazione societaria. Il Capo stesso è rubricato "informazione societaria"».

¹⁷⁵ Recitava, infatti così: «Gli articoli 114, ad eccezione del comma 7, e 115 si applicano anche agli emittenti strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni nei sistemi multilaterali di negoziazione che presentano le caratteristiche stabilite dalla Consob con regolamento e a condizione che l'ammissione sia stata richiesta o autorizzata dall'emittente.».

¹⁷⁶ Così dispone l'attuale secondo comma dell'articolo 116: «Agli emittenti indicati al comma 1 si applicano gli articoli 114, commi 5 e 6, e 115, nonché le disposizioni della parte IV, titolo III, capo II, sezione VI, ad eccezione degli articoli 157 e 158.».

¹⁷⁷ Così disponevano il primo ed il secondo comma dell'articolo 116 precedentemente alle modifiche intercorse con il D. Lgs 107 del 2013, art. 3: «Gli articoli 114, ad eccezione del comma 7, e 115 si applicano anche agli emittenti strumenti finanziari che, ancorché non quotati in mercati regolamentati italiani, siano diffusi tra il pubblico in misura rilevante. La Consob stabilisce con regolamento i criteri per l'individuazione di tali emittenti e può dispensare, in tutto o in parte, dall'osservanza degli obblighi previsti dai predetti articoli emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati di altri paesi dell'Unione Europea o in mercati di paesi extracomunitari, in considerazione degli obblighi informativi a cui sono tenuti in forza della quotazione. Agli emittenti indicati al comma 1 si applicano le disposizioni della parte IV, titolo III, capo II, sezione VI, ad eccezione degli articoli 157 e 158.».

propri criteri qualitativi l'ipotesi in cui gli strumenti fossero stati oggetto di negoziazione sugli MTF¹⁷⁸.

Relativamente alla portata degli obblighi, le modifiche occorse a seguito dell'entrata in vigore del D. Lgs 107 del 2018, avendo formalmente ridotto l'estensione ai soli due commi sopraindicati, attinenti alle informazioni richieste dalla Consob, da un lato, sono state il frutto di un processo riordinatore, volto ad adeguare la disciplina interna alle previsioni eurounitarie¹⁷⁹ e, dall'altro, sono state accompagnate dall'introduzione del comma 1-*bis* dell'articolo 116 T.U.F.

Tale norma si caratterizzava, infatti, per riproporre la definizione di informazione privilegiata esattamente come disciplinata dal Reg. *MAR* e di estenderla anche a tali società, tenute a fornirne tempestiva comunicazione al pubblico «dei fatti non di pubblico dominio concernenti direttamente detti emittenti» e che, una volta resi pubblici, avrebbero potuto avere un effetto significativo «sul valore degli strumenti finanziari di propria emissione»¹⁸⁰.

Ferma, sul piano sostanziale, la coincidenza dei tratti caratterizzanti le informazioni privilegiate tra gli artt. 114 e 116, da un punto di vista procedurale, il comma 1-*bis* dell'articolo 116 era richiamato dagli artt. 108 – 112 del Regolamento Emittenti. In particolar modo, gli articoli 109¹⁸¹ e 109-*ter*¹⁸², riproponevano, con taluni adattamenti, quanto già previsto per le società quotate in tema di informazioni al pubblico.

Il primo disciplinava le modalità di diffusione delle informazioni privilegiate, che si considerano integrate unicamente a seguito di comunicazioni rivolte, quanto prima

¹⁷⁸ In tal senso, T.A.R. Lazio Roma, Sez. II *quater*, Sent.,08/07/2021, n. 8135.

¹⁷⁹ L'articolo 114 T.U.F. si informa integralmente al Regolamento in esame.

¹⁸⁰ Così dispone nell'ultima versione il primo comma *bis* dell'articolo 116 del T.U.F.: «Gli emittenti indicati al comma 1 informano, quanto prima possibile, il pubblico dei fatti non di pubblico dominio concernenti direttamente detti emittenti e che, se resi pubblici, potrebbero avere un effetto significativo sul valore degli strumenti finanziari di propria emissione. Con il medesimo regolamento di cui al comma 1, la Consob stabilisce le modalità di informazione del pubblico e i casi di esenzione dall'osservanza dei predetti obblighi informativi, qualora gli emittenti siano comunque tenuti agli obblighi previsti dal regolamento (UE) n. 596/2014.».

¹⁸¹ Così dispone il primo comma dell'articolo 109 del Regolamento Emittenti: «Gli obblighi di comunicazione delle informazioni ai sensi dell'articolo 116, comma 1-*bis*, del Testo unico da parte degli emittenti strumenti finanziari diffusi si considerano assolti quando, al verificarsi dei fatti, definiti nella medesima disposizione, il pubblico sia stato informato quanto prima possibile mediante apposito comunicato diffuso ad almeno tre agenzie di stampa, di cui due con diffusione nazionale, o avvalendosi di uno SDIR, e tramite la contestuale pubblicazione nel proprio sito internet.».

¹⁸² Ai sensi del primo comma dell'articolo 109-*ter* Reg. Emittenti: «Gli emittenti strumenti finanziari diffusi possono ritardare le comunicazioni al pubblico previste dall'articolo 116, comma 1-*bis*, del Testo unico al fine di non pregiudicare i loro legittimi interessi.».

possibile al verificarsi dei presupposti di legge, ad almeno tre agenzie di stampa, di cui due con diffusione nazionale, o avvalendosi di uno SDIR – Sistema di Diffusione delle informazioni regolamentate – ammesso dalla Consob e tramite la contestuale pubblicazione sul sito Internet degli emittenti.

Il confronto tra tale disposizione e quanto previsto per gli emittenti quotati¹⁸³ denota una somiglianza tendente alla quasi uniformità tra le modalità di assolvimento degli obblighi, con l'unica variazione fornita dall'alternativa della divulgazione tramite le agenzie di stampa riservata ai soli emittenti diffusi.

L'articolo 109-ter¹⁸⁴ attribuiva¹⁸⁵, al ricorrere di determinate condizioni, alle società diffuse la possibilità di ritardare l'assolvimento dell'obbligo informativo, nelle sole ipotesi in cui la tempestività avrebbe potuto rivelarsi pregiudizievole. La disposizione è simile, ma non del tutto sovrapponibile¹⁸⁶ a quella contenuta all'articolo 114, comma 3° per le società quotate.

Fermo restando che il presupposto del ritardo, ai sensi del primo comma dell'articolo 109-ter Reg. Emittenti, andasse ricercato nella mancanza di pregiudizio per i legittimi interessi degli emittenti, ai sensi del secondo comma era possibile procedere ad una tardiva comunicazione solo qualora l'alternativa della tempestività avesse potuto compromettere la realizzazione di un'operazione da parte dell'emittente ovvero, per ragioni inerenti alla non adeguata definizione dei fatti, dare luogo a non compiute valutazioni da parte del pubblico.

¹⁸³ Sul punto, per quanto riferito all'abrogato articolo 64 del Regolamento Emittenti, R. COSTI- L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, vol. VII, diretto da G. Cottino, Padova, 2004, pp. 222-223.

¹⁸⁴ Ai sensi del secondo comma dell'articolo 109-ter sono esemplificativamente enunciate tre circostanze. Si dispone come segue: «Tra tali circostanze rientrano almeno le seguenti: a) nel caso in cui la solidità finanziaria dell'emittente sia minacciata da un grave e imminente pericolo, anche se non rientrante nell'ambito delle disposizioni applicabili in materia di insolvenza. La comunicazione al pubblico delle informazioni può essere rinviata per un periodo limitato di tempo, qualora essa rischi di compromettere gravemente gli interessi degli azionisti esistenti o potenziali, in quanto pregiudicherebbe la conclusione delle trattative miranti ad assicurare il risanamento finanziario a lungo termine dell'emittente; b) le decisioni adottate o i contratti conclusi dall'organo amministrativo di un emittente la cui efficacia sia subordinata all'approvazione di un altro organo dell'emittente, diverso dall'assemblea, qualora la struttura dell'emittente preveda la separazione tra i due organi, a condizione che la comunicazione al pubblico dell'informazione prima dell'approvazione, combinata con il simultaneo annuncio che l'approvazione è ancora in corso, possa compromettere la corretta valutazione dell'informazione da parte del pubblico.»

¹⁸⁵ Questione affrontata per le società quotate, a seguito dell'entrata in vigore del MAR, dall'articolo 114 T.U.F.

¹⁸⁶ Ai sensi dell'articolo 114, 3° comma, infatti: «Gli emittenti quotati, in caso di ritardo nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, trasmettono su successiva richiesta della Consob la documentazione comprovante l'assolvimento dell'obbligo previsto dall'articolo 17, paragrafo 4, del regolamento (UE) n. 596/2014 e dalle relative norme tecniche di attuazione.»

I presupposti erano, dunque, sia il pregiudizio per l'emittente sia la tutela del pubblico, il cui convincimento non doveva poter essere fuorviato dall'intempestivo assolvimento dei doveri informativi.

Del pari, ai sensi dell'articolo 17 paragrafo 4 del Regolamento *MAR*¹⁸⁷, i presupposti fondamentali per la dilazione nelle comunicazioni al pubblico non sono dissimili neanche per le società quotate.

Parallelamente a quanto previsto in sede regolamentare euro-unitaria¹⁸⁸, era fatto obbligo di garantire la riservatezza delle informazioni¹⁸⁹, in mancanza della quale si sarebbe dovuto procedere ai sensi degli articoli 116 T.U.F. e 109 Reg. Emittenti.

Gli obblighi successivi alla non tempestiva comunicazione, invece, non erano armonizzati tra i due modelli ed anzi per la fattispecie societaria intermedia risultavano più severi rispetto a quanto previsto all'articolo 114 T.U.F. per la categoria degli emittenti quotati. Infatti, il comma 4° dell'articolo 109 Reg. Emittenti¹⁹⁰ imponeva che, al momento della tardiva diffusione delle informazioni, gli emittenti fossero tenuti a riferire del ritardo e

¹⁸⁷ Il paragrafo 4 dell'articolo 17 del Regolamento Europeo sugli abusi di mercato dispone come segue: « L'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni può ritardare, sotto la sua responsabilità, la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, a condizione che siano soddisfatte tutte le condizioni seguenti: a) la comunicazione immediata pregiudicherebbe probabilmente i legittimi interessi dell'emittente o del partecipante al mercato delle quote di emissioni; b) il ritardo nella comunicazione probabilmente non avrebbe l'effetto di fuorviare il pubblico; c) l'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni è in grado di garantire la riservatezza di tali informazioni. Nel caso di un processo prolungato, che si verifichi in fasi e sia volto a concretizzare o che comporti una particolare circostanza o un evento particolare, l'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni può, sotto la propria responsabilità, ritardare la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate relative a tale processo, fatte salve le lettere a), b) e c) del primo comma. Quando ha ritardato la comunicazione di informazioni privilegiate a norma del presente paragrafo, l'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni notifica tale ritardo all'autorità competente specificata a norma del paragrafo 3 e fornisce per iscritto una spiegazione delle modalità con cui sono state soddisfatte le condizioni di cui al presente paragrafo, immediatamente dopo che le informazioni sono state comunicate al pubblico. In alternativa, gli Stati membri possono disporre che una registrazione di tale spiegazione debba essere presentata solo su richiesta dell'autorità competente specificata a norma del paragrafo 3. ».

¹⁸⁸ Art. 17, par. 4, lett. *c*.

¹⁸⁹ Ai sensi del terzo comma dell'articolo 109-ter: « I soggetti che ritardano la comunicazione al pubblico delle informazioni devono controllare l'accesso alle informazioni stesse, al fine di assicurarne la riservatezza, mediante l'adozione di efficaci misure che consentano: a) di impedire l'accesso a tali informazioni a persone diverse da quelle che ne hanno necessità per l'esercizio delle loro funzioni nell'ambito dell'emittente; b) di garantire che le persone che hanno accesso a tali informazioni riconoscano i doveri giuridici e regolamentari che ne derivano; c) l'immediata diffusione delle comunicazioni al pubblico di cui all'articolo 116, comma 1-bis, del Testo unico qualora i medesimi soggetti non siano stati in grado di assicurare la riservatezza delle informazioni. ».

¹⁹⁰ Il disposto dell'articolo 109, comma 4°, recita nel modo seguente: « I soggetti che ritardano la comunicazione al pubblico delle informazioni ai sensi del presente articolo danno notizia alla Consob dell'avvenuto ritardo, indicando le connesse circostanze, immediatamente dopo la diffusione al pubblico della medesima informazione. ».

delle sue circostanze alla Consob. Di contro, l'articolo 114, 3° comma¹⁹¹, del Testo Unico richiede, invece, che siano fornite adeguate motivazioni sulle ragioni del ritardo unicamente su richiesta dell'Autorità.

La delegificazione in favore della Consob ha fatto mancare un tratto unitario armonizzante con riferimento ad una fattispecie comune ad entrambe le società, ma disciplinata da due poteri differenti: legislativo per le società quotate e amministrativo per le diffuse. Infatti, pur prevedendosi quale regola generale l'onere di rendere note le ragioni del ritardo, la fonte comunitaria aveva rimesso agli Stati la facoltà di derogare a tale regime, nel senso di fare in modo che gli emittenti fossero tenuti a rendere una spiegazione circa l'intempestività unicamente su richiesta dell'Autorità di Vigilanza¹⁹². Tale opzione è stata esercitata per le sole società quotate a livello di fonte primaria, ma non anche per gli emittenti *ex art.* 116 T.U.F. a livello regolamentare. È, dunque, evidente che la struttura disegnata nel 1998 è stata la causa di una complessiva disorganicità che ha talvolta comportato, come nel caso di specie, l'applicazione di norme più severe rispetto alle società quotate per emittenti aperti non quotati o addirittura chiusi.

Infine, il quinto comma¹⁹³ dell'articolo in esame attribuiva alla Consob il potere coattivo, in caso di inottemperanza, una volta venuta a conoscenza del ritardo, di provvedere all'informazione al pubblico a spese dell'emittente, oltre che ad imporre alla società di procedere con la comunicazione.

Per quel che riguarda la disciplina dell'articolo 115¹⁹⁴, dal T.U.F. estesa agli emittenti diffusi, trattasi di una naturale conseguenza delle disposizioni contenute all'articolo 114,

¹⁹¹ Dalla lettura del comma terzo dell'articolo 114 del D.Lgs 58/1998 si richiede che: «Gli emittenti quotati, in caso di ritardo nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, trasmettono su successiva richiesta della Consob la documentazione comprovante l'assolvimento dell'obbligo previsto dall'articolo 17, paragrafo 4, del regolamento (UE) n. 596/2014 e dalle relative norme tecniche di attuazione.»

¹⁹² Sul punto, si veda F. ANNUNZIATA in *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2021, p. 454: «La soluzione riflessasi nel MAR non prevede tale obbligo: si stabilisce, infatti, che – quando ha ritardato la comunicazione di informazioni privilegiate – l'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni notifica tale ritardo all'autorità competente e fornisce per iscritto una spiegazione delle modalità con cui sono state soddisfatte le condizioni richieste immediatamente dopo che le informazioni sono state comunicate al pubblico. In alternativa, gli Stati membri possono disporre che una registrazione di tale spiegazione debba essere presentata solo su richiesta dell'autorità competente. L'assetto attuale della disciplina italiana è nel senso da ultimo indicato.»

¹⁹³ Ai sensi del quinto comma in esame: «La Consob, avuta comunque notizia di un ritardo nelle comunicazioni al pubblico di cui all'articolo 116, comma 1-*bis*, del Testo unico può richiedere ai soggetti interessati, valutando le circostanze dagli stessi rappresentate, di procedere senza indugio a tale comunicazione. In caso di inottemperanza la Consob può provvedere direttamente a spese degli interessati.»

¹⁹⁴ In base all'articolo 115 del T.U.F., la Consob: « al fine di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico può, anche in via generale; a) richiedere agli emittenti quotati, agli emittenti quotati

essendo in esso contenuta l'indicazione dei poteri amministrativi esercitabili dalla Commissione al fine di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite, tramite accessi o ispezioni, nonché predisponendo audizioni tanto nei confronti degli organi apicali dell'emittente, quanto verso coloro che detenessero partecipazioni rilevanti o che partecipassero ad un patto parasociale *ex*, rispettivamente, artt. 120 e 122 del Testo Unico di Finanza.

La portata delle comunicazioni si estendeva, in senso lato, anche al momento antecedente al riconoscimento della qualifica di società diffusa, essendo, ai sensi dell'articolo 108 del Regolamento Emittenti¹⁹⁵, onere della medesima comunicare alla Consob, tramite le modalità indicate agli Allegati 3G e 3G-*bis*, non solo la soggezione alla disciplina in questione, ma anche qualsiasi variazione delle informazioni rese, nonché il venir meno delle condizioni di cui all'articolo 2-*bis*. Infatti, come è stato sottolineato in dottrina, introdotto il criterio della volontarietà al comma 2 dell'articolo 2-*bis*, è stato necessario imporre¹⁹⁶ la comunicazione sul possesso e sulla perdita dei requisiti in esame.

Solo a seguito di ciò, la Consob avrebbe potuto riconoscere lo *status* di emittente diffuso ovvero il suo venir meno, la cui portata si esplicava dall'esercizio sociale successivo o dalla chiusura di quello in pendenza del quale fossero stati accertati rispettivamente il verificarsi o il venir meno delle condizioni anzidette¹⁹⁷.

aventi l'Italia come Stato membro d'origine, ai soggetti che li controllano e alle società dagli stessi controllate, la comunicazione di notizie e documenti, fissandone le relative modalità; b) assumere notizie, anche mediante la loro audizione, dai componenti degli organi sociali, dai direttori generali, dai dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari e dagli altri dirigenti, dai revisori legali e dalle società di revisione legale, dalle società e dai soggetti indicati nella lettera a); c) eseguire ispezioni presso i soggetti indicati nelle lettere a) e b), al fine di controllare i documenti aziendali e di acquisirne copia; c-bis) esercitare gli ulteriori poteri previsti dall'articolo 187-*octies*. I poteri previsti dalle lettere a), b) e c) 675 possono essere esercitati nei confronti dei soggetti che detengono una partecipazione rilevante ai sensi dell'articolo 120 o che partecipano a un patto previsto dall'articolo 122. La Consob può altresì richiedere alle società o agli enti che partecipano direttamente o indirettamente a società con azioni quotate l'indicazione nominativa, in base ai dati disponibili, dei soci e, nel caso di società fiduciarie, dei fiduciari.».

¹⁹⁵ In tal senso, Sul punto R. COSTI- L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, vol. VII, diretto da G. COTTINO, Padova, 2004, p. 222: «Sono gli emittenti stessi a dover comunicare alla Consob la propria soggezione alla disciplina in questione e dunque a dover verificare in prima battuta se ricadono nella relativa nozione e ciò tenendo conto “delle risultanze del libro soci, delle comunicazioni e di ogni altro dato a loro disposizione” (art. 108, comma 1-*ter*, reg. Emittenti).».

¹⁹⁶ *Cfr.*, sul punto, M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. CERA, G. PRESTI, *Il Testo Unico Finanziario*, Vol. II, Torino, 2020, p. 1253: «Una volta riportato l'acquisto della qualità di emittente con azioni “diffuse” all'esercizio di una *facoltà*, è risultato logico imporre allo stesso emittente anche il *dovere* di accertare e comunicare alla Consob e al mercato sia la sussistenza sia, specularmente, l'eventuale venir meno dei requisiti rilevanti.»

¹⁹⁷ Così dispone l'articolo 108 Reg. Emittenti, ai sensi del quale: «Gli emittenti si considerano emittenti strumenti finanziari diffusi, ai fini dell'applicazione di tutti gli obblighi previsti dal Testo unico, dall'inizio dell'esercizio sociale successivo a quello nel corso del quale si sono verificate le condizioni previste

Considerato il diametro degli obblighi informativi e la conseguente applicazione di quanto previsto in materia di abusi di mercato¹⁹⁸ anche agli emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico, così come definiti dalla previgente disciplina, è facile comprendere, almeno sotto questo primo punto di vista, dove ricercare le ragioni dell'insuccesso della disciplina.

Infatti, da un lato l'estensione di una così onerosa disclosure e, dall'altro, l'accesso su base volontaria hanno reso del tutto marginale la fattispecie societaria intermedia.

Come si vedrà *infra*, l'abrogazione operata in sede di approvazione della l. 21/2024 merita pieno sostegno, ma dall'altro ci si permette di contestare l'opportunità di aver preservato l'esistenza degli emittenti diffusi abrogando tutti i doveri informativi ad essi applicabili, senza prevederne di nuovi.

Se, infatti, non si dubita dell'eccessiva gravità scaturente da una sterile estensione di obblighi individuati per una diversa categoria societaria, aver troncato del tutto l'ambito della *disclosure* lascerà privi di qualsiasi tutela tutti gli investitori o risparmiatori presso i quali siano diffusi gli strumenti finanziari rilevanti.

Come si avrà modo di sottolineare nella trattazione del Capitolo III, con riferimento alla fattispecie degli emittenti obbligazioni diffuse, in mancanza di una speciale disciplina codicistica di tutela delle minoranze azionarie parificabile a quella disposta per gli emittenti *ex art. 2325-bis*, il venir meno del regime previsto dal Testo Unico ha reso del tutto vacua l'esistenza di un modello formalmente differente da quello ordinario di base, ma al quale non si applicano norme diverse da quelle comuni indicate dal Libro V del Codice civile per le s.p.a. di base.

Il mero allineamento del regime previgente, non solo, non appariva giustificato, considerate le necessarie differenze in tema di norme imperative che devono realmente concorrere al fine di creare lo scalino normativo, ma risultava ancora più irrazionale considerata la totale equiparazione, sotto tale aspetto, tra le società quotate e gli emittenti obbligazioni diffuse. Considerata la loro chiusura, ne è derivato che l'applicazione del regime contenuto agli articoli 114 e 115 del Testo Unico, in modo del tutto irrazionale, ha prodotto i suoi effetti anche nei confronti di società che, per precisa scelta del

dall'articolo 2-*bis* fino alla chiusura dell'esercizio sociale in cui è stato accertato il venir meno di tali condizioni.».

¹⁹⁸ Cfr R. COSTI- L. ENRIQUES, *op. cit.* e F. ANNUNZIATA, *op. cit.*

legislatore, risultano irrilevanti ai sensi del primo comma dell'articolo 2325-*bis* del Codice civile.

1.3.4 La volontarietà dei parametri qualitativi indicati al secondo comma dell'articolo 2-bis del Regolamento Emittenti.

L'insuccesso a cui è stata condannata la disciplina del modello degli emittenti diffusi, e quindi dello scalino normativo, è stato acuito dalla scelta, operata in sede regolamentare, tramite la Delibera 14372 del 2003, di aggiungere, accanto ai criteri quantitativi¹⁹⁹, già determinati nel 1999, dei parametri di tipo qualitativo che avevano previsto un accesso alla fattispecie unicamente su base volontaria.

Il secondo comma dell'articolo 2-*bis* del Regolamento Emittenti, infatti, definiva dei criteri ulteriori²⁰⁰, di cui era sufficiente che ne sussistesse almeno uno, in aggiunta e non in sostituzione di quelli indicati al primo comma²⁰¹, affinché un emittente potesse dirsi ad azionariato diffuso.

Come si evince a chiare lettere dal Documento di Consultazione dell'11 dicembre 2003, i parametri costitutivi del modello aperto non quotato dovevano ricorrere cumulativamente nella loro natura sia oggettiva che volontaria.

L'articolo 2325-*bis* del Codice civile, pur specificando quali fossero le società da includere tra quelle che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, ha mancato di definirle nello specifico e, dalla lettura dell'articolo 111-*bis* delle Disposizioni di Attuazione, si è indicata la misura rilevante in quella fornita dalla Consob.

¹⁹⁹ G. PRESTI., *Riforma della s.p.a. e scalini normativi*, *Le Società*, XXII, Milanofiori Assago (MI), 2003, secondo il quale il carattere della volontarietà venga sostanzialmente meno prevedendo un limite quantitativo minimo di azionisti – oggi cinquecento, nel 2003 duecento – richiesto per la configurazione di tale modello societario. Così p. 329 *op. cit.*: «La nozione di società aperta ricavata per rinvio al regolamento Consob risulta inoltre criticabile anche da un altro punto di vista. Essa, infatti, in quanto legata solo ed esclusivamente al superamento di una certa soglia numerica della compagine sociale, esclude ogni possibile scelta della società. In altri termini, se per un verso viene opportunamente delineato un perimetro cogente di applicazione dello statuto della s.p.a. aperta, per altro verso, inopportuno si impedisce a una società che lo voglia, ad esempio per meglio presentarsi al mercato, ma non abbia duecento soci e non sia ancora pronta per richiedere la quotazione, di scegliere lo statuto della s.p.a. aperta. Tipicamente, per non dire sempre, una s.p.a. che si affaccia alla quotazione ha, prima dell'*initial public offering*, un numero di soci inferiore a duecento e, quindi, la quotazione comporta il passaggio secco dallo statuto della s.p.a. chiusa a quello della s.p.a. quotata; utile, invece, sarebbe dare la possibilità di sperimentare *ex ante* lo statuto della s.p.a. aperta come “palestra” in cui fare *training* prima della quotazione.»

²⁰⁰ In tal senso di recente, A. PARALUPI, *Ammissione a quotazione, Emittenti Quotati ed Emittenti Diffusi*, in S. AMOROSINO, C. RABITTI BEDOGNI, *Manuale di Diritto del Mercato Finanziari*, Torino, 2020, p. 258: «Nel regolamento emittenti in vigore la qualificazione di emittente di azioni diffuse è fondata sulla *presenza contemporanea* di parametri quantitativi e qualitativi.»

²⁰¹ Di tipo quantitativo.

Tutto ciò ha, pertanto, indotto l’Autorità, nel 2004, a modificare nuovamente il Regolamento Emittenti, unicamente con riguardo agli emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante, tramite una modifica che ha aggiunto un ulteriore comma²⁰² – il secondo – alla disposizione dedicata a tali società.

Non avendo, il legislatore, annoverato le società emittenti obbligazioni diffuse tra quelle facenti ricorso al mercato del capitale di rischio, non era parso, allora, opportuno modificarne la nozione²⁰³, che pure sarebbe stata oggetto di un successivo intervento regolamentare volto a modificarne i parametri numerici, non più ancorati al patrimonio netto.

Giova, infatti, preliminarmente chiarire che i criteri, cosiddetti qualitativi, si applicavano unicamente alle società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante.

Infatti, in aderenza al disposto dell’articolo 2325-*bis*, si decise di modificare la nozione dei soli, tra gli emittenti diffusi, che facevano ricorso al mercato del capitale di rischio e non anche a quelli che si rivolgevano anche o esclusivamente a quello del capitale di debito.

I criteri quantitativi saranno diffusamente illustrati *infra* nel capitolo III, in quanto, pur essendo stati oggetto di svariati interventi riformatori, sono stati, così come vigenti nell’ultima versione del Regolamento Emittenti, riprodotti quasi pedissequamente dalla legge “Capitali”.

In conclusione del presente paragrafo, invece, è intenzione soffermarsi unicamente sui tratti caratterizzanti il sistema previgente ed oggi non più in vigore.

L’introduzione di tali parametri, si è detto, accentuò il risalto dell’autonomia privata, non tanto con riguardo alla diffusione in sé considerata, quanto in riferimento all’accesso al modello intermedio. Se in precedenza era condizione necessaria e sufficiente il mero superamento di crismi quantitativi, dal 2004 in poi, fino al 27 marzo 2024²⁰⁴, a ciò doveva aggiungersi una precisa scelta adottata dall’emittente e che si configurasse in una delle

²⁰² Specificamente, trattasi del comma 2 dell’articolo 2-*bis* Reg. Emittenti.

²⁰³ Si veda CONSOB, *Documento di consultazione*, 11 dicembre 2003, consultabile online, p. 1: «La disciplina introdotta dal nuovo codice civile si applica solo alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio; non si applica alle società che a seguito di un ricorso al “capitale di debito” presentino titoli obbligazionari diffusi. Non si ritiene, pertanto, opportuno, al momento, modificare i criteri in vigore per individuare tali ultimi emittenti, anche in considerazione del fatto che una loro eventuale modifica potrà essere effettuata anche dopo il 31 dicembre 2003. Il punto potrà peraltro costituire oggetto di interventi successivi, che potranno anche tenere conto dell’eventuale diffusione sul mercato dei nuovi strumenti finanziari che la riforma consente di emettere.».

²⁰⁴ Data di entrata in vigore della Legge “Capitali”.

forme elencate nel Regolamento. La pratica conseguenza è stata l'esclusione di tutte quelle società che volontariamente non hanno ritenuto economicamente vantaggioso essere classificate come diffuse.

Da un lato, quindi, sotto il profilo informativo, si era valorizzato il carattere imperativo, a fronte, dall'altro, di uno sbilanciamento a favore dell'autonomia dell'emittente.

Di tali ultimi requisiti era condizione sufficiente e necessaria che ne sussistesse almeno uno affinché si potesse ricadere nella disciplina *ex art. 2325-bis* del Codice civile²⁰⁵.

Essi, come si vedrà, rimandavano ad un carattere di concreta negoziazione delle azioni²⁰⁶ che, così come specificato dalla CONSOB nel documento di consultazione sopra citato, fosse sintomatica di un effettivo ricorso al mercato di capitale, riportando, quindi, la *need of protection* degli investitori ad un momento successivo rispetto a quello della mera diffusione statica²⁰⁷.

È del tutto evidente come l'ampio dibattito sviluppatosi intorno al tema della configurabilità della fattispecie societaria in esame già in una fase preliminare che potesse prescindere dalla negoziazione sia stato del tutto neutralizzato con tale intervento dell'Autorità.

Al momento in cui furono apportate tali modifiche, si manifestarono non poche perplessità in ordine alla loro funzionalità, in quanto caratterizzate da un eccessivo slancio autonomista non affiancato da un rinnovato regime obbligatorio.

Infatti, molte delle preoccupazioni espresse dalla dottrina, a seguito della Delibera, si sono avverate.

L'aver subordinato l'applicazione delle norme imperative²⁰⁸, con esse intendendosi sia quelle attinenti all'informazione societaria previste dal T.U.F. sia quelle conseguenti alla

²⁰⁵ Cfr A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, Napoli, 2005, p. 73.

²⁰⁶ Cfr Trib. Milano Sez. spec. in materia di imprese, Sent., 8.4.2021; Trib. Milano, Sez. spec. in materia di imprese, Sent. 23.4.2021.

²⁰⁷ Cfr P. SFAMENI *op. cit.*

²⁰⁸ Cfr G.D. MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia provata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, Riv. soc., XLIX, Milano, 2004, pp. 869-870, che sul punto sostiene: «Non convince l'idea della Consob, espressa dal documento di consultazione dell'11 dicembre 2003 e trasfusa nell'individuazione dei nuovi criteri qualitativi, che solo una scelta volontaria di aprirsi al mercato del capitale di rischio può comportare l'applicazione a una società per azioni delle più stringenti norme imperative previste dalla riforma nel caso di azionariato diffuso. Al contrario, se la finalità dell'introduzione del nuovo scalino normativo sono quelle di una maggior tutela degli azionisti di minoranza e ancor più di eliminare qualche ostacolo alla quotazione, solo un'applicazione su base oggettiva delle norme imperative che lo caratterizzano può evitare elusioni e centrare il duplice obiettivo.».

riforma codicistica delle società aperte, ad una scelta volontaria, non solo ha ridotto la possibilità che un gran numero di società, in possesso dei requisiti quantitativi richiesti dal primo comma dell'articolo 2-*bis* Reg. Emittenti, vi facesse accesso, ma è sembrato contraddire gli obiettivi del D.Lgs 6/2003 e, quindi, i proponenti dalla stessa Consob espressi nel Documento di consultazione dell'11 dicembre 2003, che ha portato alla delibera 14372.

Se infatti la Riforma del 2003 ha voluto coniugare²⁰⁹ il diritto commerciale con il diritto dei mercati finanziari²¹⁰, non ritenendosi più sufficienti i soli obblighi di natura informativa, a fronte di una necessità di protezione delle minoranze, tale esigenza non sarebbe sufficientemente perseguita, e nella pratica non lo è stata, tramite un accesso che non si determinasse solo sulla base di criteri di natura oggettiva. Ebbene, la scelta di sottrarsi alle stringenti norme imperative ha lasciato prive di una tutela, forse opportuna, tutte le minoranze azionarie, quantitativamente diffuse, di società che hanno preferito non soggiacere agli obblighi imposti dall'articolo 116 del Testo Unico e le cui azioni non sono state oggetto delle operazioni contemplate al secondo comma citato²¹¹.

In conclusione, non solo la Consob ha agito contraddicendo i presupposti della riforma, ma lo ha fatto in contrasto con i suoi stessi proponenti, volti a garantire un adeguamento del Regolamento al nuovo diritto societario.

A differenza delle società quotate, per giunta, la cui disciplina impone, ai fini dell'acquisizione dello *status*, ai sensi dell'articolo 2.4.1, comma 2° del Regolamento di Borsa²¹², una delibera dell'organo competente²¹³, le altre emittenti considerate possono aprirsi al mercato anche tramite una dispersione delle azioni che sia effettuata da un socio

²⁰⁹ Creando, per così dire, un *trait d'union* tra il Testo Unico ed il Codice civile.

²¹⁰ Cfr A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse*, Roma, 2004.

²¹¹ Cfr E. LA MARCA, *La società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante*, *Riv. dir. impr.*, XL, Napoli, 2021, p. 73: «In conclusione, l'applicazione della disposizione secondaria pare poter condurre a risultati largamente insoddisfacenti, dando luogo all'applicazione dello statuto della società con azioni diffuse fra il pubblico pur quando non ricorra il bisogno di protezione ad esso sotteso e la sua disapplicazione quando, invece, quel bisogno di protezione ricorra.»

²¹² Così dispone il secondo comma dell'articolo 2.4.1. del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.: «Salvo quanto disposto all'articolo 2.4.7, la domanda di ammissione alla quotazione, redatta secondo l'apposito modello riportato nelle Istruzioni, deve essere inoltrata a Borsa Italiana dall'emittente, previa delibera dell'organo competente, in conformità con le modalità indicate nelle Istruzioni stesse.»

²¹³ Il Regolamento di Borsa non è chiaro nell'indicare quale sia l'organo competente citato, riferendosi genericamente alla «delibera dell'organo competente», ma, secondo la prevalente dottrina si tratterebbe dell'organo di amministrazione, soprattutto qualora le azioni della Società di gestione siano quotate sul mercato regolamentato, si veda sul punto F. ANNUNZIATA in *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2021, pp. 325 -326.

che abbia una partecipazione rilevante²¹⁴, indipendentemente da una decisione del consiglio di amministrazione o di ogni altro organo equivalente²¹⁵.

Sul punto, è bene chiarire che, analizzando la definizione codicistica dal lato dell'emittente, si può notare la presenza un livello minimo di volontarietà, in quanto la diffusione delle partecipazioni tra il pubblico ed il conseguente ricorso al mercato del capitale di rischio non possono in alcuna maniera prescindere da una definita strategia dell'emittente, ma, dall'altro lato, in sede regolamentare, la tipizzazione di tale fattore è stata portata alle estreme conseguenze ed ha prodotto gli scarsi risultati oggi riscontrabili. Una parte della dottrina ha, inoltre, segnalato che la necessità di protezione degli investitori che si intende garantire non dovrebbe dipendere unicamente da un'iniziativa della società, in sede di sottoscrizione delle azioni, ma sarebbe di certo più che giustificata anche successivamente all'acquisto delle medesime da parte degli azionisti²¹⁶.

Proprio su tale aspetto insiste la scelta operata con il nuovo intervento legislativo, volto a riportare la disciplina su un piano puramente oggettivo/quantitativo.

Al di là delle criticità segnalate, i parametri richiesti dal comma 2 sino all'entrata in vigore della nuova legge possono essere analiticamente riportati come segue:

- le azioni, nei ventiquattro mesi antecedenti alla data di superamento dei limiti di cui al comma 1, dovevano aver costituito oggetto di un'offerta al pubblico di sottoscrizione o vendita ovvero il corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio, divenuta efficace, *a prescindere dal numero di adesioni*, sul presupposto della pubblicazione di un prospetto di offerta, *ex* articolo 94 del Testo unico, o di altro documento previsto dall'articolo 1, paragrafo 4, del Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio

²¹⁴ Sul punto, si veda M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. CERA, G. PRESTI, *Il Testo Unico Finanziario*, Vol. II, Torino, 2020, p. 1253: «Il parallelismo con la corrispondente vicenda dell'acquisto dello *status* di società quotata è, dunque, solo parziale: mentre quest'ultima, si è visto in precedenza, non può in ogni caso prescindere da una deliberazione dell'organo competente dell'emittente, la dispersione presso il pubblico delle azioni ai fini dell'art. 2325 bis c.c. e del T.u.f. può discendere anche dalla determinazione dei singoli azionisti, purché titolari di una partecipazione di entità tale da consentire di integrare il requisito della "rilevante" diffusione delle azioni.».

²¹⁵ *Cfr* sul punto M.L. VITALI, *sub art. 2325 bis*, in M. NOTARI (a cura di), *Costituzione. Conferimenti*, Milano, 2008, Vol. 1, pp. 60 ss.

²¹⁶ *Cfr* E. LA MARCA, *La società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante*, *Riv. dir. impr.*, XL, Napoli, 2021, pp. 58- 59: «Non si comprenderebbe tuttavia a quale *ratio* possa corrispondere una simile distinzione, posto che gli obblighi di trasparenza informativa e lo statuto speciale della società "aperta" si giustificano in ragione della partecipazione del pubblico al capitale di rischio, sicché dovrebbe dirsi per definizione irrilevante rispetto al bisogno di protezione che nasce dal coinvolgimento di simili interessi la circostanza per cui tale partecipazione sia intervenuta in sede di sottoscrizione di nuove azioni o di acquisto di azioni da uno o più degli azionisti.».

- del 14 giugno 2017. In alternativa, avrebbero dovuto essere state oggetto di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato e a prescindere dal relativo esito, anche rivolto a soli investitori qualificati come definiti ai sensi dell'articolo 34-ter, comma 1, lettera b);
- le azioni fossero o fossero state negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione con il consenso dell'emittente o del socio di controllo ovvero fossero state ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati e successivamente fossero state oggetto di revoca;
 - le azioni fossero state emesse da banche ed acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze.

Come sottolineato in dottrina²¹⁷, nonostante la previsione di una parte dei parametri fondata su base quantitativa e di un'altra legata alla volontà dell'emittente, ad ogni modo, appariva necessaria la sussistenza di una causalità tra almeno una delle operazioni di cui al comma sopra citato e la diffusione, al punto da considerare quest'ultima una diretta conseguenza della prima.

Il comma in esame è stato più volte modificato e, con Delibera n. 20621 del 10 ottobre 2018, è stata espressamente considerata la completa irrilevanza del numero di adesioni ad una pubblica offerta di sottoscrizione, vendita o scambio; modifica riguardo alla quale, nella fase di consultazione che l'ha preceduta, erano state avanzate criticità.

Infatti,²¹⁸ prescindere dall'esito dell'offerta ha rappresentato, in qualche misura, un tentativo di smorzare quel nesso causalmente obbligato tra la scelta compiuta dall'emittente, ai sensi del secondo comma dell'articolo 2-bis, e la diffusione delle azioni²¹⁹, cercando di correggere le storture dello scalino, così come timidamente eretto nel corso del tempo.

A tal proposito, il dubbio sollevato in sede consultiva ed a cui si è testé fatto cenno si fondava sull'esigenza di assicurare una convivenza di entrambi gli elementi, che, ritenendo essenziale la tutela dell'autonomia dell'emittente, facesse in modo che essa non soggiacesse alle ragioni della mera oggettività dei parametri di cui al primo comma.

²¹⁷ M. CERA, *Osservazioni al documento di consultazione del 24 novembre 2017*, indirizzate alla Consob e reperibili *online*, p. 5: «Se, in ipotesi, i criteri regolamentari possano anche dare rilevanza preponderante o addirittura esclusiva al profilo quantitativo (com'è stato in una prima fase), non è consentito il contrario, vale a dire l'assegnazione di esclusiva rilevanza al dato soggettivo della volontà di apertura al mercato».

²¹⁸ M. CERA, *Osservazioni cit.*

²¹⁹ A cui si è fatto riferimento *supra*.

Quella che era stata una modifica embrionale ha preannunciato la futura volontà del legislatore, realizzatasi tramite un intervento di totale rimozione sia dell'imperatività degli obblighi sia della volontarietà dell'adesione.

Nonostante le critiche sollevate nel 2018 in fase di consultazione, sotto altri fronti²²⁰, la dottrina quasi unanimemente non ha supportato la volontarietà del regime della diffusione, reputandola la principale causa del fallimento della costruzione dello scalino normativo.

I.4 BREVI CENNI AI 58 EMITTENTI DIFFUSI INSERITI NELL'ELENCO CONSOB

Dagli elenchi pubblicati dalla Consob, a seguito della comunicazione effettuata dalle società ai sensi dell'articolo 108, con le modalità ivi indicate e *supra* esposte, allo stato attuale risultano in totale solo 58 emittenti in possesso, a seguito della comunicazione, dei requisiti di cui all'articolo 2-bis Reg. Emittenti, di cui 21 sono quotate su *Euronext Growth Milan*.

Come precisato dalla stessa Autorità, è necessario escludere dal novero tutte quelle società che abbiano perduto la qualifica, ai sensi dell'articolo 108 del Regolamento, a decorrere dall'esercizio in cui sia stato accertato il venir meno dei parametri, a seguito di apposita comunicazione.

Pertanto, deve ritenersi abbiano perduto la qualifica tutti gli emittenti che già fossero qualificati come diffusi, ma che si siano estinti o siano stati sottoposti ad una procedura concorsuale, nonché quelli per i quali la Consob abbia accertato l'insussistenza delle condizioni richieste dalla normativa secondaria²²¹.

Volendo, di seguito, fornire una breve disamina delle società inserite in tale elenco, comparandole anche con gli emittenti indicati nell'Elenco Storico degli Emittenti titoli diffusi²²², si intende individuare le principali caratteristiche che li accomunano.

Dalla lettura delle tabelle pubblicate sul sito della CONSOB²²³, si nota una significativa presenza di banche, in numero pari a 29, corrispondente alla metà del numero complessivo di società.

²²⁰ Si vedano, tra tutti, G. D. MOSCO, *ult. op. cit.*, G. PRESTI *op. cit.* e E. LA MARCA *op. cit.*, o, ancora M. MAUGERI *op. cit.*

²²¹ Si veda sul punto l'Elenco Emittenti diffusi, consultabile *online* all'Area Pubblica del Sito Consob.

²²² Anch'esso consultabile *online* sull'Area pubblica del sito della Consob.

²²³ <https://www.consob.it/web/area-pubblica/elenco-emittenti-titoli-diffusi>.

Prevale nettamente la presenza di banche popolari²²⁴, in cui è, infatti, più semplice raggiungere la soglia del 5% del capitale sociale detenuta da soci diversi dagli azionisti di controllo in numero superiore a 500, dal momento che per legge non è ammessa la presenza di partecipazioni che superino l'1% del capitale sociale.

Il dato riportato è del tutto significativo degli scarsi risultati a cui ha condotto lo scalino normativo.

Non solo, infatti, le banche popolari non possono avere un attivo patrimoniale superiore ad otto miliardi di euro, pena l'obbligo di legge di trasformarsi in società per azioni, ma non sono dei soggetti particolarmente appetibili sui mercati.

Pur mancando la mutualità prevalente, sono delle cooperative e, in quanto tali, le decisioni adottate in sede assembleare, sono governate dalla regola del voto capitario e la maggioranza del capitale è detenuta da clienti delle stesse²²⁵.

Dei 58 emittenti citati, la maggior parte, in numero pari a 56, emette azioni e solo 2 – la Banca Popolare di Puglia e Basilicata e la Banca Popolare S. Angelo SCPA – sono emittenti anche obbligazioni diffuse.

Con riferimento a quest'ultimo aspetto, va, però, chiarito che entrambe sono comunque aperte al mercato del capitale di rischio, ai sensi dell'articolo 2325-*bis* c.c.

Non figurano, infatti, società che emettano unicamente obbligazioni diffuse in misura rilevante e, per tali ragioni, chiuse.

Per giunta, anche dall'analisi dell'Elenco storico²²⁶ – in cui sono annoverati gli emittenti che hanno perduto i requisiti precedentemente al 23 novembre 2018 – di 26 società citate, ben 13 erano banche e quasi tutte popolari.

Considerando le altre 29, si tratta principalmente di società per azioni di dimensioni medio-grandi – il cui oggetto sociale ricopre gli ambiti più disparati; dal commercio di stoffe (La Compagnia dei Caraibi S.p.A.) all'attività di consulenza (Alfio Bardolla Training Group S.p.A.) all'assistenza e previdenza sanitaria (Health Italia S.p.A.) all'edilizia (Ediliziacrobatika S.p.A) alla distribuzione di prodotti biologici (KI Group S.p.A.) alla produzione di marmi (Franchi Umberto Marmi) ai servizi ricettivi alberghieri (Villa d'Este S.p.A.) – tra cui anche una società di intermediazione mobiliare – Directa

²²⁴ In numero pari a 17.

²²⁵ Si veda sul punto C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, Bologna, 2020.

²²⁶ Anch'esso consultabile nell'Area pubblica dedicata sul sito *Internet* della CONSOB.

Sim S.p.A. –, a cui si aggiunge una società riconducibile alla nozione di imprenditore agricolo, di cui all'articolo 2135 del Codice civile – Masi Agricola S.p.A.

Al netto delle caratteristiche di ciascuna di esse e ferme singole eccezioni, si può notare che, seppur si sia in presenza di imprese medio/grandi, soprattutto con riguardo alle banche popolari annoverate, si tratti in buona sostanza di società con un'operatività geograficamente ristretta ad un ambito territoriale locale/nazionale.

Non sembra essere stata perseguita la sfida di ricompredervi imprese economicamente rilevanti non quotate sui mercati regolamentati e alle quali si era guardato al momento dell'introduzione dell'articolo 2325-*bis*, che non ha affatto ridotto la distanza tra la s.p.a. “ordinaria” e il modello quotato, relegando gli emittenti diffusi in uno stato di complessiva irrilevanza.

In chiusura del presente capitolo, è possibile affermare che, a causa delle criticità del modello intermedio di società per azioni, lo scalino normativo non sia mai stato realmente innalzato.

Le differenze tra le società per azioni di base e quelle quotate in mercati regolamentati sono particolarmente nette e il passaggio dal modello chiuso a quello aperto non è stato garantito da una legislazione ferrea con riferimento agli oneri informativi, nonché da quelle disposizioni codicistiche di portata imperativa comuni alle società aperte e da una regolamentazione fin troppo slanciata verso l'autonomia privata.

Come sarà più dettagliatamente chiarito *infra* nel paragrafo introduttivo del capitolo seguente, la costruzione dello scalino avrebbe richiesto una maggiore ponderazione tra i due elementi e che non avrebbe reso quasi ininfluyente la normativa introdotta con l'articolo 116 del Testo Unico. Tale ponderato bilanciamento, come si avrà modo di illustrare nel prosieguo, non è stato garantito neanche con il nuovo intervento di riforma. Inoltre, occorre segnalare che le informazioni che è stato possibile consultare per la redazione del presente paragrafo non saranno, con l'entrata in vigore della legge 21/2024, più reperibili. Infatti, inopportuno, l'abrogazione dell'articolo 116 del Testo Unico ha comportato la soppressione della potestà, in capo alla Consob, di redigere gli elenchi degli emittenti strumenti finanziari diffusi, non più attratti dalla sua competenza regolamentare. Indubbiamente una tal scelta inciderà notevolmente sul regime di trasparenza richiesto per il modello intermedio.

Analizzate le principali caratteristiche e criticità del sistema previgente, è intenzione, nelle pagine che seguono, meglio specificare la questione del gradino normativo, così da poter focalizzare la trattazione sulla legge di recente introduzione.

CAPITOLO II

LA RECENTE RIFORMA DELLO SCALINO NORMATIVO

II.1 CRITICITÀ DELLO SCALINO E BREVI CENNI ALLA SUA RECENTE MODIFICA

II.1.1 Breve excursus sulle ragioni del Testo Unico e della sua modifica a più di un venticinquennio dalla sua entrata in vigore.

Il D.Lgs 58/1998, nell'attuare la delega contenuta nella Legge comunitaria per il 1994, volta a recepire in Italia la Direttiva ISD sui servizi di investimento, ha avuto l'inegabile merito di sistematizzare in modo organico i tre settori degli intermediari, dei mercati e degli emittenti²²⁷, la cui disciplina di dettaglio, rimessa alla potestà regolamentare dell'Autorità, è contenuta nei Regolamenti 1152/1998, 11768/1998 e 11971/1999²²⁸.

Con riferimento all'ultimo dei tre profili, infatti, l'articolo 21, quarto comma²²⁹, della legge di delega 52/1996 consentiva la riforma degli «emittenti titoli sui mercati regolamentati», nell'ambito del «riordinamento normativo delle materie concernenti gli intermediari, i mercati finanziari e mobiliari e gli altri aspetti comunque connessi».

Quello che è poi divenuto uno dei principali pilastri del futuro Testo Unico sembrava assumere una veste quasi secondaria, ancillare rispetto alla disciplina degli altri due ambiti di intervento, quasi inteso quale collaterale conseguenza della riforma dei primi due.

Nella sua audizione alla Camera dei Deputati²³⁰, l'allora Direttore Generale del Tesoro Mario Draghi, a capo della Commissione incaricata della redazione del Testo Unico, chiarì che le ragioni della limitatezza degli interventi volti a riformare il diritto societario erano in buona sostanza dovute al perimetro, non particolarmente ampio, della legge delega.

²²⁷ Sul punto, si veda M. CERA, G. PRESTI, *Il Testo Unico Finanziario: ieri, oggi, domani*, in M. CERA, G. PRESTI, *Il Testo Unico Finanziario*, Vol. I, Torino, 2020, pp. 1-28.

²²⁸ Ciascuno di essi disciplina uno dei tre profili che caratterizzano il Testo Unico, *id est*: gli intermediari, il mercato e gli emittenti e, infatti, i Regolamenti citati sono, rispettivamente: il Regolamento Intermediari, il Regolamento Mercati ed il Regolamento Emittenti.

²²⁹ Così disponeva il quarto comma dell'articolo 21 della legge di delega 52/1996: «In sede di riordinamento normativo delle materie concernenti gli intermediari, i mercati finanziari e mobiliari e gli altri aspetti comunque connessi potrà essere altresì modificata la disciplina relativa alle società emittenti titoli sui mercati regolamentati, con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle minoranze, ai sindacati di voto e ai rapporti di gruppo, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza.».

²³⁰ Cfr M. DRAGHI, *Audizione parlamentare*, 10 dicembre 1997 reperibile online.

Nel suo complesso, il decreto legislativo sull'intermediazione finanziaria – il quale alla sua entrata in vigore constava di soli duecentosedici articoli – ha ammodernato il mercato mobiliare italiano, tramite una struttura complessa che lo ha reso «per un verso, unitario e organico; per altro verso, parziale e settoriale»²³¹e rappresentato un ineludibile passaggio verso la più volte menzionata Riforma del Diritto Societario del 2003, con la quale si è tentato di suggellare il raccordo disciplinare tra società e mercati.

La disciplina degli emittenti diffusi si è, a seguito dei plurimi momenti di riforma, bipartita tra il Codice civile e il T.U.F., ma senza che né l'uno né l'altro ne fornissero la definizione, neppure in via sommaria, rimettendo tale potestà, come *supra* più volte precisato, all'Autorità di Vigilanza.

Indubbiamente un così vacillante schema definitorio ha contribuito a rendere la categoria la più marginale delle società aperte – avuto riguardo agli emittenti azioni diffuse – e chiuse – con riferimento agli emittenti obbligazioni diffuse.

Per tali ragioni, colmare il *vulnus* venutosi a creare già dall'entrata in vigore della legge 216 del 1974, prima, e dal Testo Unico, poi, appariva necessario agli occhi del legislatore del 2003, ma, nonostante l'estensione della disciplina avente ad oggetto la tutela delle minoranze anche alle società diffuse, si è assistito ad un progressivo ampliamento del divario tra chiusura e apertura al mercato, senza mai giungere all'auspicata creazione di uno scalino normativo che potesse avere il pregio di stimolare la quotazione su un mercato regolamentato – quello italiano – tuttora sottodimensionato rispetto agli omologhi europei.

Come sottolineato da autorevole dottrina²³², è stato tradito il fine di creare uno scalino che fungesse da ponte tra i modelli societari con differenti gradi di apertura al mercato.

Il concreto atteggiarsi della disciplina degli emittenti diffusi non è stato, infatti, in grado di attribuire al gradino quella funzione di tutela che si intendeva garantire con la sua costruzione e che, come emerge anche dalla relazione che precede il Disegno di legge 674/2023, ha finito con l'estendere gli obblighi previsti per gli emittenti quotati anche a società che accedevano agli MTF.

Con la nuova legge, è il caso di chiarirlo, qualora siano superati degli indici di cui al primo comma dell'articolo 2325-*ter* c.c., tale estensione risulta ancora operante e, anzi, è

²³¹ Cfr. M. CERA, G. PRESTI *ult. op. cit.*

²³² Cfr. M. CERA, G. PRESTI *ult. op. cit.*

stata prevista l'applicazione dello speciale regime sulla pubblicità dei patti parasociali contenuto all'articolo 2341-ter c.c. anche ai soggetti che si quotino sui sistemi multilaterali di negoziazione, indipendentemente dal loro ricorso al mercato del capitale di rischio ex art. 2325-bis, primo comma, del Codice civile.

Prescindendo dalla contraddittorietà di non annoverare tra le società aperte anche quelle che accedano ad un MTF, sembrerebbe essersi in presenza di un quarto scalino normativo ad esse applicabile in virtù dell'estensione del regime informativo sui patti parasociali appena riferito.

Le distanze tra i due modelli societari ordinario e quotato non si sono ridotte e, paradossalmente, quanto agli oneri di *disclosure*, poca o nulla era la differenza con gli emittenti quotati, così come, alla luce dei dati OCSE, le quotazioni non sono state affatto incentivate.

La nuova legge, mirando ridefinire i rapporti tra il Codice civile e il Testo Unico di Finanza, ha espunto qualsiasi cenno agli emittenti strumenti finanziari diffusi dal D. Lgs 58/1998. La definizione, enunciata dall'articolo 2325-ter, è volta a riempire di contenuto la previsione tautologica di cui all'articolo 2325-bis c.c.²³³

Per tali ragioni, con la novella si è considerata la necessità di contenere la definizione degli emittenti oggetto del presente elaborato nell'articolo 2325-ter del Codice civile, il quale, non casualmente, si colloca successivamente all'art. 2325-bis che individua – *tautologicamente* – le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio negli emittenti quotati e in quelli ad azionariato diffuso.

Scompare, in favore di una maggiore funzionalità, la dispersione delle disposizioni in due testi normativi differenti e in un regolamento, che rimandavano le une all'altro.

II.1.2 Il T.U.F. e il tessuto economico-culturale italiano.

Il sostrato culturale di diffidenza verso l'apertura ai mercati è, di certo, mutato dagli anni '70 ai '90 del secolo scorso, ma, seppur con un'intensità inferiore, permane tuttora.

A ridosso della Legge 216/1974, infatti²³⁴, anche in ambito economico, la valenza che si attribuiva alle sedi di negoziazione era di tipo meramente speculativo, al punto da spingere a sostenere che esse non fossero strumenti «di vigore competitivo e di

²³³ Tale disposizione, infatti, come già precisato nel corso del precedente capitolo, non fornisce alcun apporto di rilievo concettuale, ma in maniera molto schematica riporta i soli emittenti che possano dirsi aperti.

²³⁴ Cfr G. SICILIANO, *ult. op. cit.*, pp. 27-28.

collocazione efficiente del capitale monetario: bensì [strumenti] di un complesso intreccio di manovre e strategie, prive di ogni connessione con la logica di un'economia di mercato²³⁵».

Cessate le crisi dovute agli shock petroliferi e mutato lo scenario economico-politico, anche la fiducia verso i mercati iniziò a mutare e negli anni '90 ne divenne impellente una riforma, anche e soprattutto in ottemperanza alla disciplina comunitaria. Mutò anche la considerazione nei confronti del mercato di capitali, non più inteso come un sistema sconnesso dalla logica dell'economia di mercato, quanto, piuttosto, coincidente con «la legge, che [lo] [governa e costituisce]; e [prende] forma della decisione politica e delle scelte normative²³⁶». La legge può e deve regolare il mercato che, dunque, altro non è che il prodotto del diritto che lo governa.

Sarebbe inesatto ritenere che il Tuf non abbia sortito nessun effetto sul tessuto economico-culturale italiano, ma indubbiamente la sua portata è stata di gran lunga inferiore rispetto alle attese. L'obiettivo modernizzatore della Commissione “Draghi”, infatti, continua ad essere attuale dopo quasi ventisei anni e la competitività è ancora tra gli obiettivi del legislatore.²³⁷

Infatti, l'impatto del D.lgs 58/1998 è stato minimale, in termini di capitalizzazione e di numero di società italiane quotate, – come si vedrà più dettagliatamente *infra* nei prossimi paragrafi – e a medesime conclusioni si deve giungere anche con riguardo alle società non quotate di nuova introduzione che qui interessano.

Certamente, le caratteristiche economico-imprenditoriali e culturali del nostro Paese non hanno giovato al successo del Testo.

²³⁵ Cfr G. OLIVIERI, *Alle origini della società aperta* in *Analisi Giuridica dell'Economia*, Fascicolo 2, Bologna 2019, p. 632: «Nel 1973 Federico Caffè scriveva: “La borsa non è strumento di vigore competitivo e di collocazione efficiente del capitale monetario: bensì strumento di un complesso intreccio di manovre e strategie, prive di ogni connessione con la logica di un'economia di mercato”».

²³⁶ Cfr N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1998, p. 12.

²³⁷ Si veda, sul punto F. VELLA, *Le società aperte: oltre il TUF? Per una discussione* in *Analisi Giuridica dell'Economia*, Fascicolo 2, Bologna, 2019, p. 433: «Marco Onado ha scritto che il TUF era una pagina bianca sulla quale si potevano scrivere storie molto diverse, ma non poteva cambiare il capitalismo italiano. Ed in effetti le attese sono andate in parte deluse».

Bisogna, infatti, tenere a mente che, da un lato le modeste dimensioni della Borsa Italiana²³⁸ e, dall'altro, la mancanza di una disciplina specifica fino al 1974²³⁹ hanno contribuito a rendere più complesso il processo di riforma, in uno scenario di netta prevalenza – anche tra le s.p.a – di forme di finanziamento alternative alla quotazione, considerata la spiccata preferenza verso l'indebitamento bancario²⁴⁰.

A ciò deve aggiungersi la tendenza a una conduzione di tipo familiare²⁴¹, comune anche ai più importanti emittenti quotati²⁴².

Tale impostazione della gestione imprenditoriale e della *corporate governance* è un dato comune alle società italiane. Essa, indubbiamente, funge da ostacolo alla diffusione – intesa in senso sia statico sia dinamico – delle partecipazioni ed è tuttora causa di una non elevata capitalizzazione delle azioni sui mercati italiani²⁴³.

Si tratta, però, di una caratteristica del sistema economico italiano, che più che estirpata necessita di essere governata da norme adeguate.

Infatti, non dovendo rispondere ad un fallimento del mercato, ma animato da una logica volta a «costruire un mercato dove “accompagnare” le imprese italiane vincolate alle ormai ataviche incrostazioni di assetti proprietari concentrati, con forte presenza pubblica

²³⁸ Cfr G. OLIVIERI, *Alle origini della società aperta* in *Analisi Giuridica dell'Economia*, Fascicolo 2, Bologna 2019, p. 631: «Di conseguenza, non deve sorprendere che nel corso dei suoi primi 150 anni di vita le dimensioni della borsa italiana siano rimaste nel complesso modeste sia per numero di società quotate che per capitalizzazione rispetto al PIL del nostro Paese.».

²³⁹In ogni caso, anche la legge 216 mancava di norme dedicate alla tutela degli interessi degli investitori. Sul punto, G. SICILIANO, *150 anni di borsa in Italia: uno sguardo d'insieme, Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, Quaderno Consob, 2011 (reperibile online).

²⁴⁰ Sul punto e sulla non sovrapponibilità tra il prestito bancario e la quotazione, da intendersi come un'evidente opportunità di crescita per le imprese, si veda OECD, *OECD Capital Market Review of Italy 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*, 2020, (online).

²⁴¹Cfr M. PALMIERI (a cura di), *Il TUF fra passato e futuro. Il dibattito fra Ferruccio De Bortoli, Carmine Di Noia, Gabriele Galateri di Genola, Piergaetano Marchetti e Andrea Sironi* in *Analisi Giuridica dell'Economia*, Fascicolo 2, Bologna 2019.

²⁴² Sul punto, CONSOB, *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane 2022*, online, 2023, come riportato da G. D. MOSCO – F. VELLA, *Società aperta: a chi? Le illusioni perdute e un futuro da difendere*, in F. BARBERA – P. LUONGO (a cura di), *L'economia, la politica, i luoghi Scritti per Fabrizio Barca*, Roma, 2024, p. 27: «Insomma, a distanza di circa un quarto di secolo dal Testo unico della finanza e dal *Rapporto sulla società aperta* il nostro mercato dei capitali resta nonostante tutto asfittico, oltre che anomalo sia nella prevalenza numerica delle società familiari (137, pari al 63,4%) e di quelle pubbliche in termini di capitalizzazione (35,3% in 25 società), sia nella presenza di un primo azionista con in media il 49% del capitale [...], non sembrando ancora in grado di fare da traino al sistema economico italiano e mostrando anzi segni di ulteriore debolezza.».

²⁴³ Cfr ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta. 100 tesi per la riforma del governo societario in Italia*, Bologna, 1997.

[...] e fortissima dipendenza dal credito bancario²⁴⁴», il Testo Unico ha tentato di invertire quelle tendenze che mal si conciliavano con lo spirito di rinnovazione.

In linea generale, le novità introdotte nel 1998 hanno indubbiamente innovato rispetto allo *status quo ante* – gli emittenti diffusi ne sono un esempio – ma, sul piano degli esiti pratici, le aspettative riposte in sede di preparazione sono state ampiamente deluse.

Tant'è vero che in termini di valore complessivo delle azioni emesse e di concentrazione degli assetti proprietari poco o nulla è mutato²⁴⁵.

Sul punto, a vent'anni dall'entrata in vigore del T.U.F., infatti, la capitalizzazione del mercato azionario ha subito un incremento, in termini di valore assoluto, da 485 miliardi nel 1998 a 687 miliardi nel 2018. Rapportando tale dato rispetto al Prodotto Interno Lordo, si nota, in termini relativi, una riduzione dal 42% del PIL nel 1998 al 41% nel 2018. A ciò bisogna aggiungere che lo Stato è il primo azionista delle cinque principali società quotate, che rappresentano più di un terzo della percentuale appena richiamata²⁴⁶. I dati più recenti²⁴⁷, inferiori sia in termini assoluti che in rapporto al PIL rispetto a quelli sopracitati, dimostrano una capitalizzazione del mercato delle azioni del 2023 pari a 574 miliardi, corrispondenti al 28% del Prodotto Interno Lordo. Tali valori, in crescita del 20,5% rispetto al 2022, e che hanno riportato la capitalizzazione a livelli pre-*Leman Brothers* sono estremamente significativi di come il mercato azionario non sia ancora in grado di trainare la nostra economia.

Si consideri, poi, che dal 2010 al 2018, le società quotate, secondo un articolo pubblicato su «Il Sole 24 Ore»²⁴⁸, «avrebbero “dato” in termini di dividendi più di quanto abbiano “ricevuto” in termini di raccolta fra il pubblico».²⁴⁹

La necessità di un complessivo rimodernamento, soprattutto in termini di ricorso all'indebitamento bancario che, nonostante il suo ridimensionamento a seguito della crisi

²⁴⁴ F. VELLA *ult. op. cit.*, p. 433.

²⁴⁵ Il punto sarà approfondito maggiormente nel dettaglio nel corso del paragrafo II.2.

²⁴⁶ *Cfr.* M. CERA, G. PRESTI *ult. op. cit.*, pp. 8-9

²⁴⁷ CONSOB, *Comunicato Stampa*, 5 febbraio 2024 (online).

²⁴⁸ M. LONGO, 'Spread, crescita, conti: i rischi italiani alla prova di Standards & Pool', 26 aprile 2019, *Il Sole 24 ore*.

²⁴⁹ G. OLIVIERI, *Alle origini della società aperta in Analisi Giuridica dell'Economia*, Fascicolo 2, Bologna 2019, p. 631.

dei mutui *sub-prime* del 2008²⁵⁰, anche con riguardo alle piccole e medie imprese²⁵¹, continua a rappresentare una significativa costante delle forme di finanziamento delle società, è tuttora di interesse per il legislatore, al punto da indurlo a porre nuovamente la competitività tra i suoi primari obiettivi di azione.

Ciò dimostra che il Testo Unico non avrebbe potuto cambiare il capitalismo italiano²⁵² e che quella «maestosa legislazione e regolazione costruita nel tempo»²⁵³ si sia, nei fatti, caratterizzata da una complessiva timidezza negli effetti prodotti, che non sono stati in grado di incidere in modo altrettanto “maestoso”. Si è, sul punto *shakespearianamente* parlato di «troppo rumore per nulla»²⁵⁴.

Inoltre, dei duecentosedici articoli che lo componevano alla sua entrata in vigore, anche a causa dell’adeguamento alla normativa europea e alle evoluzioni dei mercati²⁵⁵, la struttura del Testo Unico si è notevolmente appesantita.

²⁵⁰ Così M. PALMIERI (a cura di), *Il TUF fra passato e futuro. Il dibattito fra Ferruccio De Bortoli, Carmine Di Noia, Gabriele Galateri di Genola, Piergaetano Marchetti e Andrea Sironi in Analisi Giuridica dell’Economia*, Fascicolo 2, Bologna 2019, p. 644: «Pur a fronte delle positive considerazioni spese dai *panelist* circa i risultati conseguiti dal mercato italiano dei capitali, il dibattito ha comunque evidenziato l’emergere di alcune modifiche strutturali al mercato stesso, che suggeriscono l’esistenza di spazi per una revisione o, quantomeno, per un’implementazione della normativa di settore. La prima di queste [...] è rappresentata dalla significativa diminuzione del tradizionale finanziamento bancario a favore delle piccole e medie imprese, quale conseguenza della crisi innescata dalla cartolarizzazione dei mutui *sub-prime* statunitensi (De Bortoli). Tale riduzione rappresenta, infatti, una chiave di lettura fondamentale dell’odierno mercato dei capitali (Marchetti), in quanto ha comportato lo sviluppo dei canali finanziari alternativi, che hanno avuto il merito di indurre il capitalismo familiare italiano ad aprirsi agli investitori terzi».

²⁵¹ A cui è garantita la possibilità di aprirsi tramite il ricorso al *crowdfunding*.

²⁵² F. VELLA *ult. op. cit.*, p. 433.

²⁵³ F. VELLA *ult. op. cit.*, p. 433.

²⁵⁴ In tal senso, sempre F. VELLA *ult. op. cit.*, p. 433: «[...] le attese sono andate in parte deluse, perché l’abbeveratoio, costituito da disciplina dei mercati, tutele degli azionisti, regole di trasparenza e *governance*, rappresentava uno sforzo unanimemente riconosciuto e che ci ha fatto scalare molti posti nelle classifiche mondiali alla “La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer”. I cavalli, però, si sono avvicinati con molta timidezza e diffidenza, tanto da non modificare, se non in misura ridotta, il numero delle società quotate (Presti, 2019). Un altro economista, Filippo Cavazzuti, con un richiamo shakespeariano al “tanto rumore per nulla” ha dedicato molte pagine per descrivere i miseri frutti della “maestosa legislazione e regolazione costruita nel tempo”».

²⁵⁵ Così F. VELLA *ult. op. cit.*, p. 434: «E anche il perimetro di ciò che siamo abituati a considerare “mercato” assume connotati in continua evoluzione [...]. Qui, in generale si pone il problema di come la regolamentazione si debba atteggiare di fronte allo sviluppo delle tecnologie». Quest’ultimo è, tra l’altro, una delle macroaree interessate dal *Report* OCSE del 2020 sulla competitività del mercato dei capitali e, conseguentemente, è stato parimenti affrontato dal *Libro Verde* del Ministero delle Finanze del 2021.

II.1.3 Il superamento dell'unicità del modello societario «di base»: il deludente «sistema a guardaroba» e l'assenza di un effettivo scalino normativo.

Nel solco del processo riformatore appena richiamato si inseriva l'introduzione del più volte menzionato articolo 116, il quale fungeva da «cerniera»²⁵⁶.

Tale disposizione, nell'estendere la disciplina delle informazioni c.d. *price sensitive*, era, da un lato, veicolo di apertura, ma, dall'altro, limitando la portata solo all'ambito dei mercati finanziari, era al contempo norma di chiusura.²⁵⁷

Per tale ragione, nonostante l'ambito dei doveri indubbiamente fornisca adeguate protezioni agli investitori che si interfacciano con strumenti che, ancorché non quotati, siano ampiamente diffusi, comunque necessitava di essere attratto nella sfera del diritto societario e di essere oggetto di una complessiva organica ridefinizione²⁵⁸.

In sede di delega²⁵⁹ per la Riforma societaria, prima, e nella fase di attuazione della medesima,²⁶⁰ poi²⁶¹, una volta individuata²⁶² in quella delle società di capitali la categoria normativa in grado di comprendere sia le s.r.l. sia le s.p.a., riconducendo in quest'ultima i due modelli aperto e chiuso, si è costruita una struttura che è stata definita «sistema del guardaroba»²⁶³.

La frammentazione dei modelli²⁶⁴, caratterizzata, infatti, dalla riduzione del coinvolgimento degli azionisti nelle scelte di tipo gestorio all'aumentare del grado di apertura, consentirebbe agli operatori di «indossare il “vestito”, il modello sociale» più confacente ai loro bisogni.

²⁵⁶ Così, V. TROVATORE, *Commento sub art. 116*, in G. ALPA E F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, Tomo 2, p. 1074: «La compilazione di leggi destinate a disciplinare esaustivamente figure di consolidata tradizione giuridica si accompagna talvolta all'introduzione di norme “cerniera” tra tali figure e fenomeni simili di più recente emersione. Tra queste figure si pone la previsione dell'art. 116 che, mutuando un analogo principio vigente nell'ordinamento statunitense, estende agli emittenti strumenti finanziari diffusi in misura rilevante tra il pubblico obblighi d'informazione tradizionalmente gravanti soltanto sugli emittenti quotati, demandando alla CONSOB di fissare in dettaglio i presupposti di tale estensione.»

²⁵⁷ V. TROIANO *ult. op. cit.*, p. 1077.

²⁵⁸ In tema di informazione societaria, cfr G. FERRARINI, *Sollecitazione del pubblico risparmio e quotazione in borsa*, in G. E. COLOMBO E G.B. PORTALE (diretto da) *Trattato delle Società per azioni*, Torino, 1993.

²⁵⁹ Con la L.366/2001.

²⁶⁰ Con il D. Lgs 6/2003.

²⁶¹ Cfr L. ROVELLI, *La genesi e i contenuti qualificanti della riforma*, in O. CAGNASSO - L. PANZANI (diretto da) *Le nuove s.p.a.*, Bologna, 2010.

²⁶² Cos' P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla «nuova» società a responsabilità limitata)*, *Riv. dir. civ.*, XLIX, Roma, 2003, p. 58 ss.

²⁶³ Cfr L. ROVELLI *ult. op. cit.*, p. 55.

²⁶⁴ Modello delle società di base; modello delle società aperte, ma non quotate e modello delle società aperte quotate.

Il superamento dell'omogeneità della tradizionale disciplina unitaria delle s.p.a. del codice di epoca fascista, del tutto insensibile all'aspetto gestorio²⁶⁵, sconta il limite, veicolato dall'articolo 47 della Costituzione, della tutela del risparmio, da bilanciare con l'iniziativa economico-imprenditoriale, perno della riforma del 2003²⁶⁶.

I lavori delle Commissioni, soprattutto la Mirone, avevano individuato la necessità di un'istituzionalizzazione codicistica delle società diffuse, nei fatti tradottasi in un misero intervento pseudo-definitorio contenuto nell'articolo 2325-*bis* più volte richiamato.

Il D. lgs. 6/2003, nell'attuazione dei punti indicati all'articolo 4²⁶⁷ della legge di delega²⁶⁸, ha deluso le attese riposte nella costruzione di un vero gradino normativo.

Infatti, l'attuazione dei punti individuati dalla legge del 2001 non è stata, da più parti, ritenuta soddisfacente.

Basti, sul punto, pensare che uno dei tratti maggiormente distintivi delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio rispetto a quelle di base è dato dall'inderogabilità da parte dello statuto dell'obbligo di distinguere la funzione di revisione legale da quella del controllo sull'amministrazione svolta, nel sistema tradizionale, dal collegio sindacale. Molte altre norme, si pensi alla denuncia al tribunale oppure all'azione di responsabilità da parte dei soci di minoranza²⁶⁹ sono state oggetto di estensione dall'ambito delle società chiuse a quello delle aperte. In seno alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, invece, sono individuate norme dettate sia per le società con azioni quotate nei mercati regolamentati sia per quelle con azioni diffuse²⁷⁰.

²⁶⁵ Cfr T. ASCARELLI, *Tipologia delle società per azioni e disciplina giuridica*, ID., *Problemi giuridici*, II, Milano, 1959, 1001.

²⁶⁶ Cfr L. ROVELLI *ult. op. cit.*

²⁶⁷ Sul punto, si veda *sub art. 2325-bis*, in P. CENDON (a cura di), *Commentario al Codice Civile, artt. 2325-2362, Società per azioni * costituzione, promotori, patti parasociali, conferimenti, azioni*, Milano, 2010, pp. 49-62.

²⁶⁸ Il disposto del comma secondo dell'articolo 4, ai fini dell'accrescimento dell'imperatività, li individua come segue: «1) distinguere il controllo sull'amministrazione dal controllo contabile affidato ad un revisore esterno; 2) consentire l'azione sociale di responsabilità da parte di una minoranza dei soci, rappresentativa di una quota congrua del capitale sociale idonea al fine di evitare l'insorgenza di una eccessiva conflittualità tra i soci; 3) fissare congrui quorum per le assemblee straordinarie a tutela della minoranza; 4) prevedere la denuncia al tribunale, da parte dei sindaci o, nei casi di cui al comma 8, lettera d), numeri 2) e 3), dei componenti di altro organo di controllo, di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri degli amministratori».

²⁶⁹ Con riferimento alla quale, l'unico tratto realmente distintivo con le società chiuse è rappresentato dalla percentuale necessaria per la sua promozione e che, proprio alla luce della frammentarietà del loro capitale sociale, è ridotta per le sole società quotate.

²⁷⁰ Sul punto Cfr L. ROVELLI *ult. op. cit.*, nonché G.D. MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, *Riv. soc.*, XLIX, Milano, 2004, pp. 863-880.

Tutto ciò ha contribuito a rendere opachi i tratti caratterizzanti dell'imperatività crescente tra i modelli e non ha creato lo scalino normativo tra le società di base e le quotate che, paradossalmente, è risultato implodere a seguito della Riforma del 2003.

In sede di lavori preparatori²⁷¹, la definizione del modello degli emittenti diffusi, pur mancando qualsiasi parametro che potesse circoscriverlo, assunse un ruolo non marginale. Nonostante ciò, il Governo nuovamente non fece proprio il compito di enunciare la fattispecie, preferendo non incidere sul sistema della delega in favore dell'Autorità, in seno alla quale era stata prodotta una definizione della cui inadeguatezza si scontano ancora gli effetti.

II.1.4 Lo scalino nella legge 21/2024. Cenni.

Ferma l'inidoneità dei primi parametri quantitativi introdotti, poi superati, volti a vincolare la fattispecie a un dato, quello del patrimonio netto, che difficilmente poteva essere significativo di una effettiva diffusione²⁷², come già chiarito nel capitolo precedente, la successiva definizione emersa in sede legislativa secondaria e che ha introdotto i caratteri definitivi qualitativi, è stata, per un verso, animata dalla decisione di spostare su un piano di diffusione c.d. dinamica l'applicazione della disciplina delle società aperte, ma, per l'altro, ha prodotto le nefaste conseguenze pratiche di cui si è già discusso e che si sono tradotte, allo stato attuale, nella presenza negli Elenchi CONSOB di sole 58 società.

Per tali ragioni, con la legge di recente approvazione è stato necessario procedere ad un intervento radicale che, facendo propri gli indirizzi già espressi più di vent'anni orsono

²⁷¹ Così L. ROVELLI in *ult. op. cit.*, p. 60: «Ora, a tale proposito, due considerazioni si impongono. La prima è che, durante i lavori preparatori della riforma [...], si discusse se la stessa legge delega dovesse farsi carico di fornire i parametri rilevanti [...] per definire quella categoria intermedia (di società aperta) che appariva ad essere destinata a essere considerata un "fulcro" della riforma. Prevalse la tesi che a ciò avrebbe meglio potuto provvedere lo stesso legislatore delegato; ma fu unanime la considerazione che un elemento di così incisivo rilievo avrebbe, comunque, dovuto trovare la sua collocazione nel codice civile, e non essere rimandato (con la tecnica del rinvio formale o recettizio) ad una (pur autorevolissima) autorità amministrativa. In ogni caso, la differenza specifica è data dall'esistenza di un mercato delle partecipazioni: e dunque la norma avrebbe dovuto descrivere la fattispecie che contiene gli elementi sintomatici di tale mercato.»

²⁷² Sul punto, G.D. MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, Riv. soc., XLIX, Milano, 2004: «La nozione faceva riferimento a due criteri: un numero di azionisti e obbligazionisti superiore a 200 [500 nella versione attualmente vigente]; un patrimonio netto non inferiore a 5 milioni di euro. Si nutrivano peraltro dei dubbi sul rilievo, ai fini del codice civile, sia degli obbligazionisti, sia dell'ammontare del patrimonio netto, elementi entrambi privi di significato ai fini della diffusione delle azioni. La soluzione più logica sembrava quella di individuare, ai fini civilistici, le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante in quelle che avessero semplicemente più di 200 [si legga 500] azionisti.»

della Commissione Mirone, ha sistematizzato a livello endocodicistico la disciplina di tali emittenti a cavallo tra la chiusura e l'apertura verso il mercato²⁷³.

Il legislatore ha, pertanto, preferito optare per una soluzione che potesse cercare di rimuovere le discrasie esistenti tra la previgente versione dell'articolo 2325-*bis* e l'art. 116 sopra citati, riunendo, per giunta, in un'unica norma, la previsione definitoria sia degli emittenti diffusi aperti sia delle società chiuse emittenti obbligazioni diffuse.

Viene, pertanto, modificata, andando quasi a scomparire, quella dicotomia tra la fonte codicistica e il Testo Unico, da un lato, e il Regolamento Emittenti, dall'altro.

Nessun reale effetto avrebbe sortito un nuovo intervento dell'Autorità, in mancanza di una riforma che, rimuovendo il sistema del rinvio mobile, avrebbe riportato la disciplina nell'alveo della legislazione primaria.

Il tutto, come sarà meglio approfondito nel corso del Capitolo III, sconta, però, la decisione, non condivisibile, di rimuovere tutti i vincoli di protezione informativa nei confronti del pubblico.

L'articolo 4 della legge 21/2024 si inserisce in un più ampio quadro di riforma della disciplina delle società quotate e dei mercati italiani²⁷⁴.

Ne deriva, così, una volontà di rinnovamento, supportata dalla previsione di una delega al Governo per la modifica «organica» del D.Lgs 58/1998²⁷⁵ in materia di mercato dei

²⁷³ G.D. MOSCO *ult. op. cit.*, p. 878: «C'è da chiedersi, allora, se per realizzare gli importanti obiettivi che hanno portato all'introduzione del nuovo scalino non valga la pena di intervenire sullo stesso codice civile, [...]. In tal caso sarebbe preferibile dettare direttamente la definizione nell'art. 2325-*bis* in modo, quanto meno, da evitare le incongruenze che derivano dal legare a una stessa definizione le norme del T.U.F. e quelle del codice civile sulle società con azioni diffuse, e da operare con piena coerenza rispetto al rilievo sistematico che gli scalini hanno ormai assunto.».

²⁷⁴ Si considerino, a titolo esemplificativo: l'articolo 8 recante disposizioni in merito alla semplificazione delle procedure di ammissione alla quotazione; l'articolo 13, recante disposizioni in materia di voto plurimo; l'articolo 14 volto a modificare la disciplina delle azioni a voto maggiorato; l'articolo 17 volto a semplificare le modalità di rappresentanza per l'esercizio dei diritti di voto in assemblea; nonché, in materia di società a responsabilità limitata, si veda l'articolo 7, recante disposizioni per la modifica della disciplina in materia di sottoscrizione, oltre che di obbligazioni emesse da società per azioni, anche di titoli di debito emessi da società a responsabilità limitata.

²⁷⁵ Così recita il primo comma dell'articolo 19, rubricato «Delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti»: «Il Governo è delegato ad adottare, entro dodici mesi dalla data di entrata in vigore della presente legge, su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto, per i profili di competenza, con il Ministro della giustizia, uno o più decreti legislativi per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e, ove necessario, delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti. I decreti legislativi di cui al presente articolo sono adottati, nel rispetto dei principi costituzionali e in particolare della tutela del risparmio, dell'ordinamento dell'Unione europea e del diritto internazionale nonché sulla base dei principi e criteri direttivi di cui al presente articolo, senza

capitali. L'articolo, fa, inoltre, ricadere nella delega la modifica di quelle disposizioni in materia di società di capitali previste nel Codice civile ed applicabili agli emittenti. Pertanto, considerata la prospettiva di riforma, ci si attende un intervento decisivo sulla disciplina degli statuti delle società che rilevano ai fini dell'articolo 2325-*bis* e *ter* del Codice civile, che cerchi, così, di ripianare quel *saltum* tra società chiuse ed aperte che nel tempo le ha distanziate sempre di più. In special modo, per quel che qui rileva, è auspicabile che le criticità emergenti dalla modifica degli emittenti diffusi siano, in sede di attuazione della delega, definitivamente risolte, optandosi, auspicabilmente, per l'ampliamento della nozione di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, fino a ricomprendervi i soggetti le cui azioni siano negoziate sugli MTF²⁷⁶.

Abrogati sostanzialmente tutti gli obblighi in esso previsti, il D.Lgs 58/1998 non svolgerà nessuna funzione nei confronti delle società diffuse, siano considerate nella loro rilevanza rispetto tanto al capitale di debito quanto a quello di rischio.

Come illustrato nel prosieguo del presente capitolo, la legge è il culmine di un lungo processo avviato nel 2020, a ridosso dell'emergenza pandemica e conclusosi il 29 febbraio 2024, non in assenza di contrasti con l'opinione pubblica²⁷⁷ e con importanti esponenti del settore finanziario e imprenditoriale.

nuovi o maggiori oneri per la finanza pubblica.». E' bene notare la significativa rilevanza, ai fini che qui interessano, delle lettere a), b) e c) del secondo comma dell'articolo citato e che si intende riportare di seguito: «a) sostenere la crescita del Paese, favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio con particolare riguardo ai mercati regolamentati, favorire l'accesso delle piccole e medie imprese a forme alternative di finanziamento e la canalizzazione degli investimenti verso le imprese e rendere le imprese maggiormente attrattive per gli investitori internazionali; b) aumentare la competitività del mercato nazionale e semplificare e razionalizzare la disciplina degli emittenti, ivi inclusi il relativo sistema sanzionatorio, la disciplina in tema di operazioni con parti correlate, anche con riferimento alle soglie di partecipazione, in linea con gli *standard* internazionali, e la possibilità di prevedere sistemi di moltiplicazione del diritto di voto, riducendo gli obblighi e gli oneri previsti a legislazione vigente; c) facilitare il passaggio dalla quotazione nei mercati non regolamentati a quella nei mercati regolamentati».

²⁷⁶ Cfr ASSONIME, *Interventi a sostegno della competitività dei capitali. Circolare n.6/2024*, 2024 (online).

²⁷⁷ Donnet (Generali) 'Spero che il governo cambi Ddl Capitali', pubblicato dall'ANSA il 4 marzo 2024; *Ddl Capitali: Donnet, tante criticità su articolo 12, spero governo lo riscriva*, pubblicato su 'Il Sole 24 Ore' il 4 marzo 2024; Patrick Jenkins, *How Meloni's new 'Capital Bill' could backfire on Corporate Italy*, pubblicato sul Financial Times l'8 gennaio 2024; *Letter: Meloni government swims against the tide of history*, pubblicato sul Financial Times l'11 gennaio 2024.

II.2 IL REPORT OCSE DEL 2020 E IL LIBRO VERDE DEL 2022

II.2.1 Il Report OECD ed il Libro Verde: linee generali.

Come già anticipato, è possibile schematizzare la fase preparatoria della legge in tre momenti fondamentali: la redazione e pubblicazione del *Report OECD Capital Market Review of Italy for 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*; la pubblicazione, nel 2022, del *Libro Verde* su *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita* e la consultazione pubblica che ha preceduto l'approvazione del Disegno di Legge 674/2023 da parte del Senato.

Per completezza, occorre chiarire che, successivamente all'approvazione del DDL da parte del Senato della Repubblica, nel novembre del 2023, affinché si pervenisse alla versione definitiva ed alla conversione in legge, si sono susseguiti: un'approvazione con modifiche da parte della Camera dei Deputati, in cui sono stati apportati correttivi in molteplici ambiti²⁷⁸, a cui è seguita la definitiva approvazione il 29 febbraio 2024.

Per quel che qui rileva, le modifiche approntate alla Camera e definitivamente approvate al Senato non hanno colpito l'articolo 4, il cui contenuto e la cui forma sono rimasti invariati.

Nel corso del presente paragrafo si intendono illustrare gli elementi di maggiore rilievo emergenti dal *Report OCSE* e dal *Libro Verde*, limitatamente a quanto di interesse in questa sede.

Dalla loro lettura congiunta, si comprende la centralità che intende assumere la legge di recente approvazione nel panorama del mercato dei capitali italiano ed europeo, andando, infatti, ad inserirsi nel Piano della Commissione europea sull'Unione dei Mercati dei Capitali. A differenza dell'ambito bancario, infatti, manca ancora una disciplina unitaria comune dei mercati mobiliari, sia tra i 27 Paesi membri sia, sottoforma di cooperazione rafforzata, tra gli Stati dell'Eurozona, nonostante i molteplici interventi di armonizzazione che hanno, tra gli altri, condotto all'istituzione dell'ESMA.

Il Governo italiano ha, poco prima del dilagare dell'emergenza pandemica, formulato richiesta al Sistema per il Sostegno delle Riforme Strutturali della Commissione Europea (SRSS) per la predisposizione di un'analisi sullo stato dei mercati di capitale in Italia, il cui incarico è stato attribuito all'OCSE.

²⁷⁸ Come è stato già anticipato, è stata predisposta una delega in favore del Governo per la riforma del T.U.F. e, laddove necessario, del codice civile.

Le attività condotte dall'Organizzazione sono andate ben al di là di una sterile indagine fotografico-descrittiva, ma hanno individuato le principali criticità del sistema finanziario italiano e dei rapporti tra imprese e mercato, segnalando i più urgenti interventi di miglioramento²⁷⁹.

Infatti, il sommario esecutivo che apre il *Report*, si compone di un capitolo dedicato a tre “Raccomandazioni principali” aventi ad oggetto l'accesso al capitale da parte delle imprese e il ruolo delle Autorità nazionali competenti²⁸⁰, le opportunità per gli investitori, i risparmiatori e le imprese in crescita²⁸¹ e il miglioramento delle condizioni nei mercati primari e secondari²⁸².

Tali ambiti di indirizzo, poi confluiti nelle tre direttrici individuate dal *Libro Verde* del Ministero dell'Economia e delle Finanze²⁸³, si articolano in ulteriori segmenti che individuano più specificamente i principali obiettivi verso cui dovrebbe indirizzarsi una riforma che intenda accrescere la competitività dei mercati nazionali.

In primis, assume rilievo la promozione delle nuove ammissioni sul mercato, seguita dal potenziamento del ruolo degli organi di regolamentazione e dal consolidamento del quadro istituzionale²⁸⁴.

Per favorire l'accesso al capitale, infatti, non solo è necessario ridefinire la legislazione vigente relativa all'ammissione alle quotazioni – che ha interessato anche la disciplina delle società aperte nel loro insieme – ma è fondamentale garantire che i rapporti tra i soggetti controllati e gli organi di regolamentazione siano di tipo principalmente collaborativo-preventivo e non conflittuale-sanzionatorio²⁸⁵.

Per garantire ciò, è necessario che il contesto normativo di riferimento sia caratterizzato da maggiore linearità e chiarezza.

Per ragioni di completezza espositiva, giova rammentare che, nella strada segnata dall'OCSE si pongono anche la tutela degli investitori individuali, qualificati o

²⁷⁹ OECD, *OECD Capital Market Review of Italy 2020: Creating Growth opportunities for Italian Companies and Savers*, 2020, (online), pp. 12-16, laddove sono indicate le principali raccomandazioni rivolte al Governo per garantire la maggiore competitività del mercato italiano.

²⁸⁰ Cfr OECD, *Report ult. cit.*, pp 13-14.

²⁸¹ Cfr; OECD, *Report ult. cit.*, p.15.

²⁸² Cfr; OECD, *Report ult. cit.*, p. 16.

²⁸³ MEF, *Libro Verde su La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, 2022, (online).

²⁸⁴ Cfr; OECD, *Report ult. cit.*, pp.13-14, in cui sono individuate le due sottocategorie della prima raccomandazione.

²⁸⁵ Cfr M. RESCIGNO, *Il sistema dei controlli e delle sanzioni nel TUF, considerazioni sparse*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, Fascicolo 2, Bologna 2019, pp. 611-629.

istituzionali, così da agevolarne le condizioni di partecipazione²⁸⁶, nonché il miglioramento dell'accesso e della liquidità nel mercato delle obbligazioni societarie per le imprese non finanziarie e il completamento della disciplina delle c.d. *SPAC*²⁸⁷.

II.2.2 Brevi considerazioni sulle condizioni dei mercati di capitale in Italia e della loro competitività, alla luce dei dati OCSE e del Libro Verde.

Il filo conduttore che lega il *Report* e il *Libro Verde* è dato dalla rilevanza che l'accesso ai mercati ha o – *rectius* – dovrebbe avere in un'economia avanzata. Non deve, infatti, rappresentare semplicemente una valida alternativa alle forme di indebitamento bancario – non essendo, se non con specifico riferimento all'emissione obbligazionaria, una forma di indebitamento –, quanto piuttosto un impulso alla crescita delle imprese.

È nota la scarsa propensione al rischio delle società italiane, anche di dimensioni tali da poter essere considerate quotabili. Tale diffidenza, oltre ad essere ascritta ad un fenomeno di tipo culturale, va ricondotta anche alla disciplina che governa i mercati e gli emittenti, su cui il legislatore si è proposto di intervenire.

L'articolo 116 e la riforma del 2003, limitatamente all'articolo 2325-*bis*, pur essendo un tentativo mal riuscito di intervento volto a stimolare l'accesso ai mercati, rappresentano un significativo esempio di come più volte si sia dovuto fare i conti con la necessità di introdurre disposizioni che potessero spronare verso la quotazione.

Nonostante l'Italia abbia una considerevole percentuale di imprese «a forte crescita²⁸⁸», la maggior parte del tessuto economico imprenditoriale è caratterizzato da una prevalenza di realtà medio-piccole, il che di certo non ha contribuito al rilancio dell'economia.

Si legge ancora nel *Report* che, in media, nell'ultimo decennio, si sono quotate sul mercato regolamentato quattro società all'anno e che il dato del rapporto tra capitalizzazione e Prodotto Interno Lordo non risulta affatto competitivo rispetto agli altri Paesi UE. Anche dal lato del c.d. *corporate bond market*, le emissioni obbligazionarie

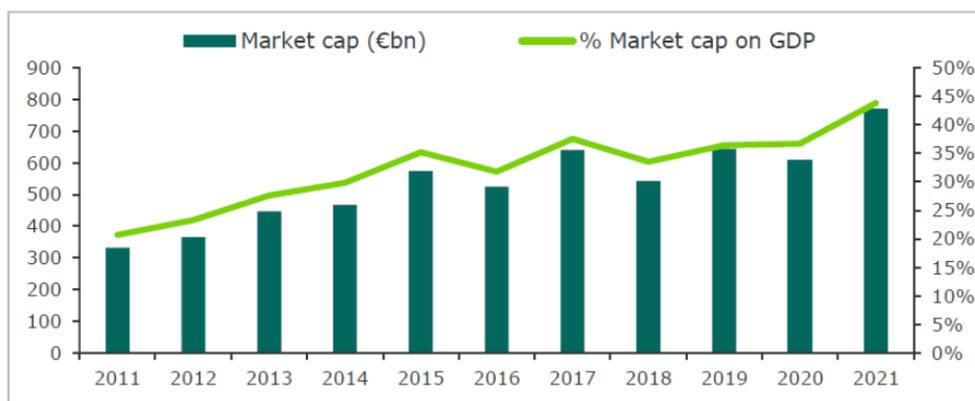
²⁸⁶ Cfr; OECD, *Report ult. cit.*, pp.15-16, in cui sono indicate le due sottocategorie della seconda raccomandazione.

²⁸⁷ Cfr; OECD, *Report ult. cit.*, p. 16, in cui sono indicate le due sottocategorie della terza raccomandazione.

²⁸⁸ OECD, *OECD Capital Market Review of Italy 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*, 2020, (online), p. 11, in cui si precisa che: «È nell'ottica di raggiungere un maggiore equilibrio in tal senso che i mercati dei capitali maggiormente sviluppati dovranno fornire sostegno all'Italia, mettendo a disposizione delle imprese i mezzi finanziari per investire ed espandersi su ampia scala.».

italiane rappresentano solo il 6% di quelle europee, sia sui mercati nazionali che su quelli esteri²⁸⁹.

Tali dati sono riportati anche nel *Libro Verde* del 2022²⁹⁰ e sono stati illustrati, in entrambi i documenti, graficamente come segue.



Source: Borsa Italiana, as of December 2021. Market capitalisation refers to domestic companies only.

291

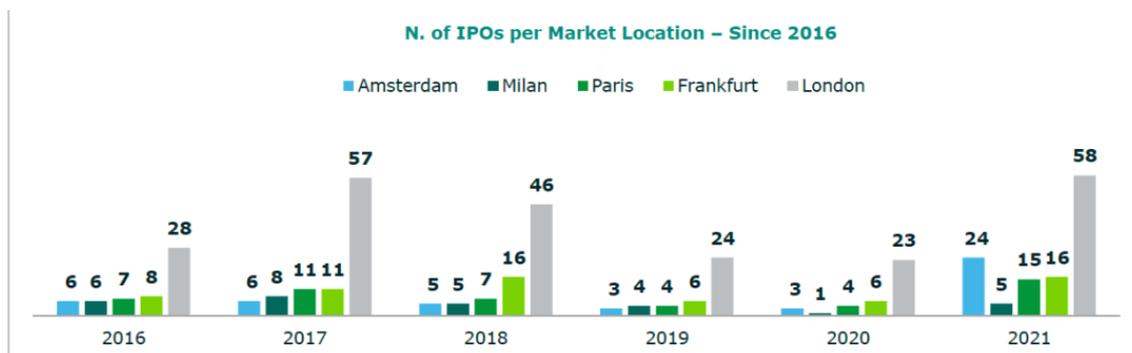
Sebbene il 2021, grazie alla cessazione dello stato emergenziale pandemico, abbia visto un complessivo incremento di offerte pubbliche iniziali (c.d. IPO), in Italia se ne sono registrate 9, di cui 5 direttamente su *Euronext Milan* e 4 quali trasferimenti da *Euronext Growth Milan*²⁹², registrandosi il risultato meno soddisfacente tra le principali Piazze Affari europee.

²⁸⁹ Così emerge da quanto riportato in OECD, *Report ult. cit., e*, p. 11: «Nel corso degli ultimi dieci anni, una media inferiore a quattro società l'anno è stata quotata sul mercato regolamentato della Borsa valori italiana e la capitalizzazione di mercato del Paese, in percentuale del PIL, si è attestata notevolmente al di sotto di quella delle controparti europee. Allo stesso tempo, nel 2018, il numero totale di obbligazioni societarie emesse, in Italia e all'estero, da parte di imprese non finanziarie italiane è stato pari a circa il 6% di tutte le emissioni europee, circa la metà della percentuale italiana del PIL europeo. È significativo sottolineare come, rispetto ad altre grandi economie europee, la percentuale di obbligazioni quotate all'estero sia notevolmente elevata: il 90% di tutte le obbligazioni societarie italiane è quotato in una borsa estera. A fine 2017, solo il 7% dei portafogli degli investitori istituzionali italiani era investito in azioni e obbligazioni societarie emesse da aziende italiane, un dato che evidenzia le dimensioni contenute del mercato italiano. Per contro, gli investitori italiani avevano allocato EUR 190 miliardi circa agli investimenti nel capitale di rischio di imprese oltre confine, sia direttamente che indirettamente tramite fondi di investimento esteri: in termini di valore si tratta di una somma rappresentativa di quasi due terzi del totale della capitalizzazione di mercato aggiustata per il flottante di tutte società italiane quotate. Oltre a un flottante limitato, un'altra conseguenza dei mercati dei capitali meno sviluppati è che i titoli italiani rappresentano solo il 3,6% dell'autorevole MSCI Europe Index, dove i titoli francesi rappresentano circa il 18%. Nei mercati di capitali globalizzati di oggi, uno scarso peso negli indici chiave limita automaticamente il flusso di capitale in entrata da parte del crescente bacino di fondi istituzionali indicizzati.»

²⁹⁰ MEF, *Libro Verde su La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, 2020, (online), pp. 9-14.

²⁹¹ Cfr MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Libro Verde*, 2022, p. 9.

²⁹² Dati riportati nel *Libro Verde*, p. 10: «Guardando alle IPO, il numero di nuove quotazioni negli ultimi 5 anni sul Mercato Regolamentato di Borsa Italiana (Euronext Milan), risulta inferiore rispetto a Parigi,



293

Sul piano del *corporate bond*, nel 90% dei casi le società italiane hanno preferito emettere titoli obbligazionari sui mercati esteri.

Segnatamente, da un lato, molti emittenti non quotati in Italia decidono di rivolgersi direttamente ai mercati stranieri e, dall'altro, molte società preferiscono trasferire la sede legale in altri Paesi, fra tutti l'Olanda, pur non esercitando il *delisting* dal mercato italiano²⁹⁴.

L'OECD nella sua analisi, che ha coinvolto i dati macroeconomici maggiormente esplicativi della crisi degli ultimi dieci anni che ha colpito l'Italia, dall'andamento del Prodotto Interno Lordo, anche *pro capite*, ai numeri sull'occupazione, ha puntualmente evidenziato come l'obiettivo a cui deve tendere un'economia competitiva sia la corretta allocazione delle risorse, che rappresenta un momento ineludibile per la competitività dei mercati di capitale²⁹⁵.

Le valutazioni compiute hanno necessariamente tenuto in conto il grado di dipendenza delle imprese italiane dall'indebitamento bancario che, fino al 2018 – anno coincidente con il ventesimo anniversario dall'entrata in vigore del Testo Unico – ammontava al 40%

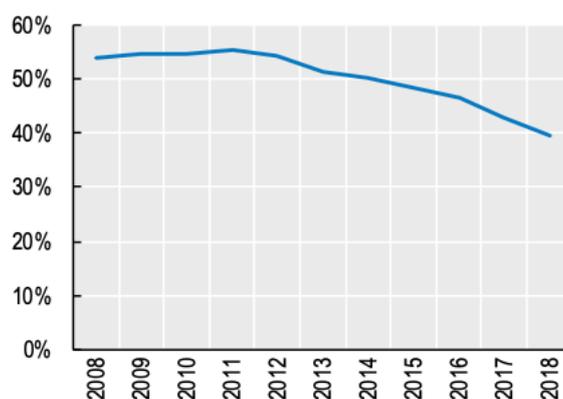
Francoforte e, ancor di più, di Londra. Il 2021 ha segnato una ripresa delle IPO in tutto il mondo, che si è tradotta in livelli di attività molto elevati in tutte le sedi di scambio, inclusa Milano ma grazie al contributo delle società che si sono quotate su Euronext Growth Milan (già AIM Italia). Sul mercato regolamentato vi sono state 9 nuove ammissioni, di cui 5 IPO direttamente su Euronext Milan e 4 trasferimenti da Euronext Growth Milan, con rispettivi listing e delisting contestuali.»

²⁹³ Cfr MEF, *Libro Verde ult. cit.*, p. 10

²⁹⁴ MEF, *Libro Verde cit.*, p. 12: «A queste analisi si aggiungono due importanti fenomeni: da un lato, la scelta di alcune società italiane non ancora quotate di accedere direttamente a mercati di capitali esteri, europei o internazionali; dall'altro lato, la scelta di diverse realtà industriali già quotate sul mercato regolamentato italiano di trasferire la sede legale all'estero (nella maggior parte dei casi in Olanda) mantenendo la quotazione anche o soltanto sul nostro mercato.»

²⁹⁵ Così, Report *cit.*, p. 55: «One of the key economic functions of capital markets is to make sure that the right kind of capital is provided in the right amount to the right companies.»

del Prodotto Interno Lordo²⁹⁶. Questo dato, eclatante se paragonato alla situazione degli altri stati maggiormente industrializzati e con economie avanzate, dimostra quanto il nostro sistema necessitasse e necessiti di una riforma che possa radicalmente invertire una simile tendenza.



Source: Banca d'Italia, ECB, Eurostat.

297

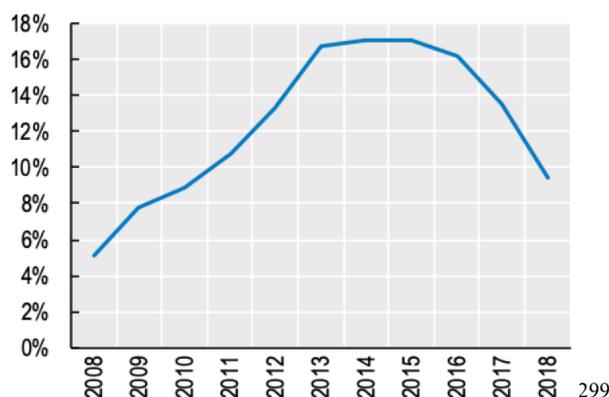
Nonostante dal grafico emerga, per il decennio 2008-2018, una riduzione della significatività della dipendenza dal settore bancario pari a quasi il 20%, comunque la percentuale, in rapporto al PIL, ne rappresenta quasi la metà.

Inoltre, nel medesimo arco temporale di riferimento, anche la percentuale di crediti deteriorati, c.d. *non performing loans*, che nel 2008 si attestava ad una percentuale pari a poco più del 5% del PIL, dopo aver raggiunto nel 2013 il picco del 16-17% del PIL, è progressivamente diminuita, grazie alle politiche comuni che hanno riformato gli assetti del sistema bancario dell'Area Euro. Nel 2018 si è, comunque, attestata ad un livello che, pari a quasi il 10% del PIL, non era, di certo, competitivo rispetto agli altri principali Stati europei, superando, per giunta, di quasi 5 punti percentuali il livello del 2008²⁹⁸.

²⁹⁶ Come emerge anche dal grafico riprodotto e riportato nel Report citato, p. 58.

²⁹⁷ OECD, *Report ult. cit.*, Figure 13. *Bank loans to GDP and non-performing loans as percentage of total lending in Italy, A. Total bank loans to non-financial firms*, p. 58.

²⁹⁸ Così, infatti, è riportato in OECD, *Report ult. cit.*, p. 58: «In addition to high dependence on bank credit, there are also concerns about the rising misallocation of credit in the Italian economy. The ratio of non-performing loans (NPL) to total lending increased steadily until 2013 (Figure 13, Panel B). And although the stock of non-performing loans in the banking system has declined from its peak, thanks to the policies put in place (OECD, 2018), it is still high compared to other EU economies. This does not only decrease the resilience of banks, it also hampers the efficient re-allocation of capital in the economy and the ability of the banking sector to support investment growth.».



II.2.3 Lo stato di salute delle società italiane: tra dimensioni medio piccole e poca apertura al mercato.

Riportando la trattazione sul piano delle società³⁰⁰, nel *Report* esse vengono suddivise in 4 macrocategorie: *listed companies*; *large unlisted companies*; *small and mid-sized companies part of a group*; *independent small and mid-sized companies*³⁰¹.

Per quel che concerne le prime due categorie, le quali non rappresentano, neanche se aggregate, la maggioranza delle società di capitali italiane, il dato che risalta è non solo quello relativo al numero di emittenti quotati, ma quello attinente alla massiccia presenza di società di grandi dimensioni non “*listed*”.

Con riguardo alle altre, così come rappresentato dalla tabella riportata di seguito, il maggior numero di società rientra nella categoria delle *independent small and mid-sized companies*, cioè quelle di dimensioni medio-piccole che non sono parti di un gruppo.

²⁹⁹ OECD, *Report ult. cit.*, Figure 13. Bank loans to GDP and non-performing loans as percentage of total lending in Italy, B. Non-performing loans, p. 58.

³⁰⁰ Report *cit.*, p. 56: «Many explanations have been offered for Italy’s low productivity growth, including a misallocation of resources across firms, low innovation, scant use of information and communications technologies, poor corporate governance, public administration inefficiency and tax evasion (OECD, 2017e; OECD, 2017f).».

³⁰¹ Così, OECD, *Report cit.*, p. 63: «As illustrated in Table 3, non-financial companies are divided into four categories».

Year	Category 1: Listed companies		Category 2: Large unlisted companies		Category 3: SMEs part of a group		Category 4: Independent SMEs	
	Number of companies	Median Assets (Thousands EUR)	Number of companies	Median Assets (Thousands EUR)	Number of companies	Median Assets (Thousands EUR)	Number of companies	Median Assets (Thousands EUR)
2005	192	414 984	2 554	165 609	11 676	7 371	167 015	1 002
2006	209	423 675	2 789	162 163	12 423	7 193	169 220	1 081
2007	231	387 563	2 903	159 624	17 405	4 164	290 891	344
2008	225	369 936	3 102	159 012	18 610	3 946	295 792	375
2009	217	343 463	3 021	158 179	18 625	3 804	288 913	386
2010	213	340 047	3 148	154 979	19 743	3 754	287 775	395
2011	211	352 374	3 113	154 252	19 184	4 215	275 134	445
2012	207	337 447	2 954	156 036	17 844	4 502	263 934	478
2013	210	310 763	2 767	158 477	15 968	4 842	253 682	485
2014	220	294 148	2 879	159 111	16 133	5 260	250 023	488
2015	228	256 682	2 930	159 957	15 705	5 610	256 245	474
2016	227	268 580	2 934	162 353	14 954	6 213	254 946	446

Note: SMEs controlled by a parent with assets under EUR 87 (USD 100) million are not taken into account for the group analysis - however, they are included when studying the economy as a whole.

Source: OECD-ORBIS Corporate Finance dataset, see Annex for details.

302

Ai fini della presente analisi, è bene notare che delle *large unlisted companies*, solo 58 sono emittenti diffusi, per i quali, invero, non dovrebbe valere quanto sostenuto nel *Report* e cioè che «*less information is available for large unlisted companies which reduces available financing options or may result in financing conditions on less favourable terms.*»³⁰³.

In verità, quanto appena riportato, a seguito dell'entrata in vigore della legge “*Capitali*”, considerato il complessivo accantonamento di tutti gli obblighi informativi contenuti in più parti del Testo Unico e del Regolamento, trova conferma per tutte le società diverse dalle quotate, dunque anche per le diffuse.

Sul punto, il *Libro Verde*, trattando i segmenti non armonizzati del diritto societario e dei mercati finanziari in Italia³⁰⁴, si sofferma più specificamente sugli emittenti diversi da quelli quotati

Il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha, infatti, sottolineato la sussistenza di casi di *goldplating*, relativi ad ambiti che, inserendosi in contesti armonizzati, conducano a costi e vincoli più severi rispetto a quanto richiesto dal diritto eurounionale.

Essi, in buona parte, sarebbero la conseguenza di scelte immotivate e non razionali, sintomatiche di una “schizofrenia” legislativa del generale quadro normativo del diritto

³⁰² Cfr OECD, *Report ult. cit.*, Table 3. *Company categories of the Italian non-financial sector*, p. 65.

³⁰³ OECD, *Report ult. cit.*, p. 63.

³⁰⁴ MEF, *Libro Verde ult. cit.*, p. 23.

societario e del mercato dei capitali e rappresentano uno dei principali ostacoli alla competitività dei mercati italiani sia per gli investitori e le società nazionali sia per quelli esteri – si pensi ai maggiori costi relativi alla pubblicazione del prospetto d’offerta o agli abusi di mercato.

Quanto esposto ha trovato terreno fertile nel nostro ordinamento, in cui sussistono fattispecie non comuni agli altri Stati europei, tra cui, certamente, la disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi³⁰⁵ ed il conseguente «scalino normativo».

In tal senso, infatti, nell’Allegato Tecnico al *Libro Verde* è espressamente indicata la necessità di intervenire sulla disciplina «degli emittenti titoli diffusi³⁰⁶». Gli spunti riformatori ivi indicati sono stati recepiti dall’attuale articolo 4.

Anche la prima delle tre direttrici verso cui avrebbero dovuto tendere le misure a sostegno della competitività indicava «l’accesso ai mercati regolamentati», da garantire tramite un processo di semplificazione sia dei requisiti di ammissione sia del prospetto informativo³⁰⁷, quale uno tra i primari obiettivi di riforma.

La legge avrebbe dovuto modificare gli «aspetti concorrenziali dell’ordinamento societario», solo dopo essere intervenuta sugli aspetti che progressivamente incentivano

³⁰⁵ MEF, *Libro Verde ult. cit.*, p. 23: «Un esempio è quello della disciplina del prospetto, che in Italia: i. ha assunto storicamente dimensioni e costi di redazione più corposi rispetto a quanto si riscontra negli ordinamenti concorrenti; ii. è limitato dalla disciplina del regime linguistico; iii. ha tempi di approvazione che appaiono, in base alle evidenze empiriche raccolte, più lunghi e sostanzialmente incerti rispetto a quelli normalmente praticati negli altri ordinamenti. Ancora, tra le materie che hanno aumentato l’onerosità dello status di quotazione si rilevano: la disciplina degli abusi di mercato (ad esempio, con particolare riferimento alle regole nazionali che estendono l’ambito di applicazione soggettivo delle comunicazioni di *internal dealing* in capo agli azionisti rilevanti, benché il regolamento europeo faccia solo riferimento alle operazioni dei manager); la disciplina degli aumenti di capitale e delle altre operazioni funzionali alla ricapitalizzazione delle imprese; la disciplina sostanziale e, in particolare, il regime sanzionatorio applicabile alla disciplina delle remunerazioni e delle operazioni con parti correlate per le società quotate. Alcuni di questi fenomeni sono stati favoriti anche dalle peculiarità dell’ordinamento nazionale, come ad esempio la disciplina delle società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante (cd. “società diffuse”).».

³⁰⁶ Così si legge nel *Libro Verde ult. cit.*, p. 20: «Le misure discusse si muovono lungo le seguenti direttrici: i. rendere più agevole l’accesso ai mercati regolamentati, attraverso interventi di semplificazione dei requisiti di ammissione ai mercati di Borsa e in materia di prospetto informativo, tenuto conto del quadro normativo eurounitario; ii. favorire la permanenza sui mercati, con un alleggerimento degli oneri connessi per le società che fanno ricorso al mercato dei capitali (intervenendo, ad esempio, sulla disciplina degli abusi di mercato e degli emittenti titoli diffusi); iii. intervenire sugli aspetti concorrenziali dell’ordinamento societario per agevolare le offerte sul mercato secondario e valutare modifiche della disciplina domestica in materia di strutture azionarie a voto multiplo, anche tenendo in considerazione l’esperienza degli altri paesi.».

³⁰⁷ Pertanto, la semplificazione avrebbe necessitato di una rimozione e di una modifica delle fattispecie di *goldplating*.

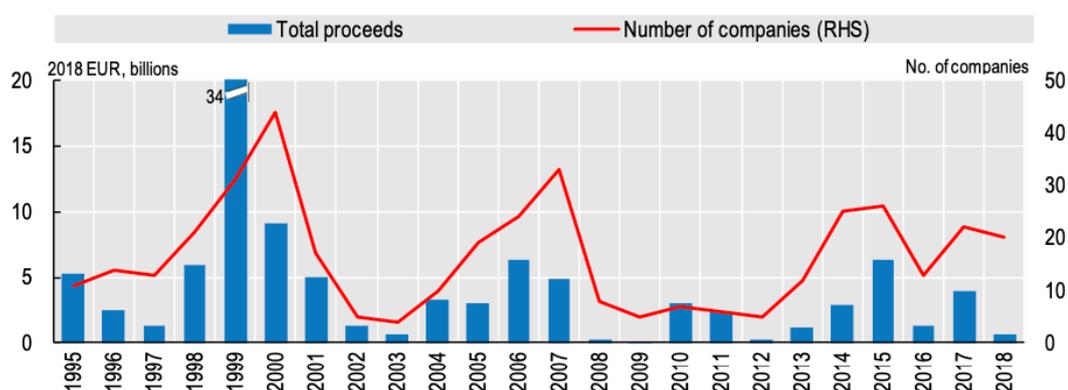
l'accesso ai mercati e, in seconda battuta, facciano sì che gli emittenti siano posti nelle condizioni di poter permanere sugli stessi.

Le direttrici appena menzionate segnano, nell'ordine proposto dal *Libro Verde*, la logica che avrebbe dovuto animare il futuro testo di legge. L'una, infatti, si atteggia come conseguenza dell'altra, quasi ad indicare una gerarchia valoriale che avrebbe dovuto informare le scelte del legislatore.

Per poter favorire la permanenza sui mercati è, infatti, necessario semplificarne le regole di accesso e, in mancanza di ciò, privo di significato sarebbe qualsiasi intervento volto a rendere più competitiva la disciplina dell'ordinamento societario.

Considerando i dati relativi alle Offerte Pubbliche Iniziali (IPO) dal 1995³⁰⁸ al 2018³⁰⁹ e al totale di capitale raccolto, traspare, infatti, un problema di sottodimensionamento del mercato italiano, dovuto anche ad una legislazione che non ha garantito le opportune condizioni di accesso e di permanenza sopra menzionate.

Dal grafico di seguito riportato³¹⁰ è possibile osservare che i picchi di IPO e di capitale raccolto si sono avuti, non a caso³¹¹, tra la fine del primo e l'inizio del secondo millennio, che nei primi anni dell'austerità i dati hanno rasentato lo zero e che nel biennio 2017-2018 ci si è attestati ad un livello inferiore rispetto a quello raggiunto nel 1995, sarebbe a dire prima della riforma del T.U.F.



Note: This figure excludes Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) which are treated separately in section 2.2 of this chapter.

Source: OECD Capital Market Series dataset, see Annex for details.

312

³⁰⁸ Dunque, prima dell'adozione del Testo Unico.

³⁰⁹ A 20 anni dall'entrata in vigore del Testo Unico.

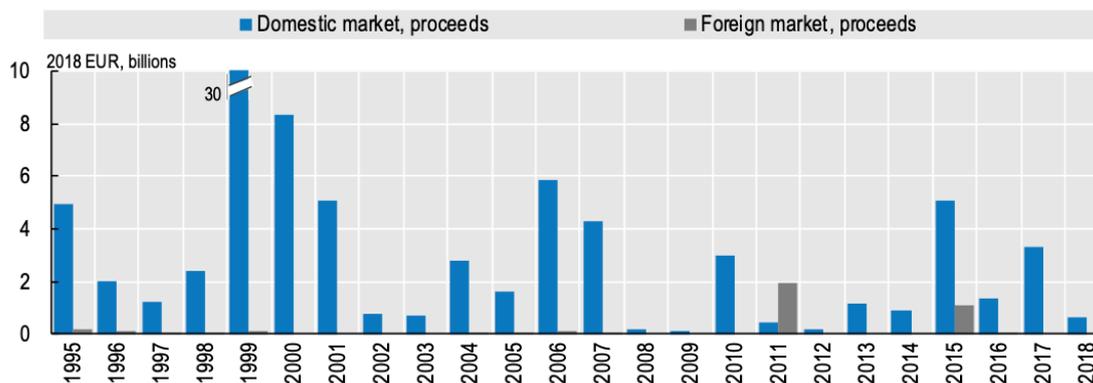
³¹⁰ Ripreso dal *Report ult. cit.*, p. 81.

³¹¹ Non solo ha giovato la fiducia nell'ingresso nel XXI secolo, ma l'entrata in vigore del D.Lgs 58/1998 ha certamente svolto un'innegabile funzione di incentivo.

³¹² Cfr OECD, *Report ult. cit.*, Figure 35. *Initial public offerings (IPO) by Italian companies*, p. 82.

Ad ogni modo, la media annuale di capitale raccolto, nei 23 anni considerati, non ha superato i 2,6 miliardi di euro³¹³.

Le Offerte Pubbliche Iniziali effettuate dalle società italiane sui mercati esteri, nella forbice temporale 1995-2018, hanno, invece, rappresentato il 4% del totale e, nel medesimo arco di tempo, solo 24 società italiane hanno deciso di quotarsi sui mercati esteri – europei ed extracomunitari³¹⁴.



Source: OECD Capital Market Series dataset, see Annex for details.

315

Neanche i mercati stranieri hanno, dunque, attratto un gran numero di capitali italiani, o comunque non maggiore rispetto al mercato italiano.

Si conferma, ancora una volta, la scarsa propensione alla quotazione che è espressione di una cultura imprenditoriale che ripone maggiore fiducia nell'indebitamento bancario, eleggendolo a fonte primaria di finanziamento.

³¹³ Così, il *Report ult. cit.*, pp. 81-82: « Italian IPO activity reached its highest levels in 1999 and 2000, with a total of 75 companies raising EUR 43 billion. Ever since, the amount of equity raised by Italian companies has been on average EUR 2.6 billion per year. The distribution over time, however, is somewhat uneven and the two periods - 2006-2007 and 2014-2015 – accounted for the bulk of total amount raised since the early 2000s with more than 50 listings and an average of EUR 10 billion in proceeds in each period. The 2008/2009 global financial crisis and the 2012 European sovereign crisis periods saw very weak IPO activity. In 2017, there were 22 IPOs, raising a total amount of EUR 3.9 billion. Yet, 2018 saw the lowest levels of activity since 2012 with less than EUR 1 billion in total proceeds.»

³¹⁴ Così, OECD, *REPORT ult. cit.*, p. 83: «Overall, 4% of the total non-financial company IPO proceeds between 1995 and 2018 were raised on foreign markets and 24 Italian non-financial companies were listed on foreign exchanges. In 2011, the company Prada raised EUR 1.8 billion in Hong Kong, which made it the biggest IPO of an Italian company on a stock exchange other than Borsa Italiana. Another major IPO took place in 2015 with a total amount of EUR 885 million raised in the United States.»

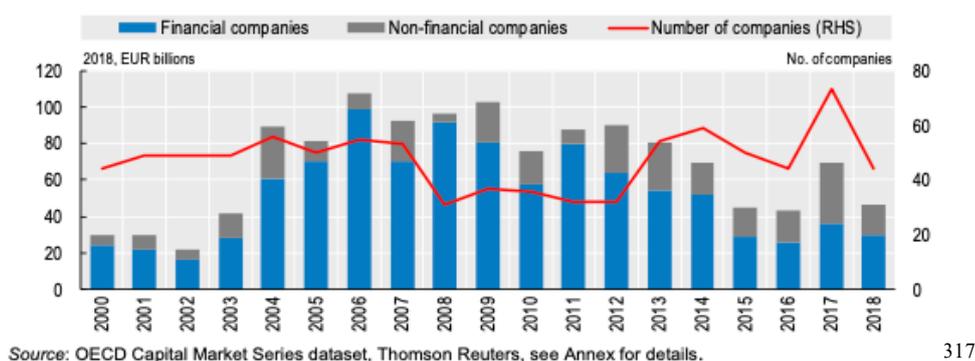
³¹⁵ Cfr OECD, *Report ult. cit.*, *Figure 38. IPOs by non-financial Italian companies in domestic and foreign markets*, p. 84.

II.2.4 Il mercato obbligazionario in Italia: brevi cenni.

In ragione del fatto che tra gli strumenti finanziari rilevanti ai sensi dell'articolo 2325-ter del Codice civile sono ricomprese anche le obbligazioni, sembra opportuno valutare quanto riportato dall'OCSE con riguardo al mercato obbligazionario.

Dal 2004 il *corporate bond market* ha subito una significativa crescita, in grado di far triplicare, in termini di fondi raccolti, la media dei valori raggiunti negli anni precedenti, pari a 88 miliardi di euro.

L'emissione obbligazionaria ha coinvolto sia società finanziarie che non, ma i suoi valori si sono dimezzati nel 2018, attestandosi a una media di 47 miliardi di euro. Nello stesso anno sono state emesse obbligazioni solo da 44 società, di cui 26 non finanziarie³¹⁶, come dimostrato dal grafico elaborato dall'OCSE di seguito riportato.



317

La crisi del 2008 ha segnato un punto di svolta nel ricorso al *corporate bond market*. Infatti, la maggiore selettività nell'erogazione di prestiti di tipo bancario ha spinto molte società a finanziarsi emettendo titoli di debito.

A tal proposito, la media annuale europea ha segnato un incremento di 123 miliardi di euro, aumentando da 213 a 336 miliardi di euro dopo il 2009³¹⁸.

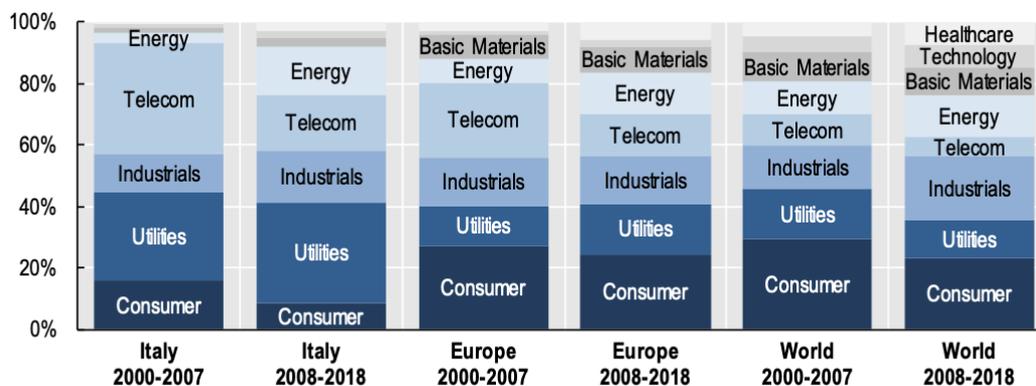
Nonostante dal 2008 in poi si sia assistito, in Italia, ad una crescita di emissioni da parte delle società operanti nel mercato dell'energia, la quota percentuale di obbligazioni da loro emesse non è stata in grado di equiparare quella degli operatori nei settori dei servizi

³¹⁶ Così *Report ult. cit.*, p. 99: «A similar trend is observed in the number of companies that issued corporate bonds. In particular, the number of non-financial issuers declined more than 40% in 2018. In total, 44 Italian companies, including 26 non-financial companies, issued a bond in 2018.»

³¹⁷ Cfr OECD, *Report ult. cit.*, Figure 50. *Corporate bond issuance by Italian companies*, p. 100.

³¹⁸ Cfr *Report ult. cit.*, p. 100: «In Europe, the annual average amount was EUR 213 (USD 252) billion between 2000 and 2008 and increased to EUR 336 (USD 397) billion after 2009.»

essenziali e delle telecomunicazioni. Tale dato si pone, soprattutto per quel che riguarda l'ambito delle telecomunicazioni, in controtendenza con la media globale.



Source: OECD Capital Market Series dataset, Thomson Reuters, see Annex for details.

319

Sia in ambito nazionale che europeo, i settori sanitario e tecnologico, rilevanti, invece, su scala mondiale³²⁰, non figurano tra quelli di maggiore interesse per gli investitori e tale aspetto denota uno scarso grado di innovazione dei nostri mercati.

In un'ottica di contributo alla competitività è certamente rilevante considerare le aree di principale interesse da parte degli investitori. L'Europa – e soprattutto l'Italia – ha dimostrato una scarsa attenzione agli investimenti nei settori più innovativi e anche i fondi stanziati nella ricerca e nello sviluppo non hanno eguagliato i dati dei Paesi occidentali più industrializzati.

Alla luce di quanto riportato e raccomandato nel 2020, a ridosso della redazione e dell'approvazione del DDL 674/2023, il Senato della Repubblica ha dato avvio ad una procedura di consultazione pubblica, volta a coinvolgere autorevoli esponenti istituzionali, economici, finanziari ed autorità competenti sui punti di maggiore rilievo della Riforma.

³¹⁹ Cfr OECD, *ult. Report. cit.*, Figure 54. *Industry distribution of non-financial corporate bond issuance*, p. 102.

³²⁰ Cfr OECD, *Report ult. cit.*, pp. 102-103: «Globally, the increase in non-financial company bond issuance has been coupled with a decline in the industry concentration of companies that issue bonds. For example, the share of the top two industries declined by 14 percentage points in Italy between the pre and post-2008 periods. The decline was 13 percentage points for Europe and 11 percentage points for global issuance. While the relative importance of the energy sector has increased substantially, the utilities and telecom sectors remained the two largest issuers in Italy in both periods. Another important feature of the Italian corporate bond market is that the share of companies in high technology industries, which includes technology, healthcare, pharmaceuticals, and biotechnology, has been very low. Despite an increase from 2% to 5% in the post-2008 period, their share remained below the 8% European average and the 15% global average.»

Lungi dal riportare pedissequamente il contenuto di ciascun intervento, è, però, possibile rinvenire un filo conduttore in tutti i contributi: la necessità di riforma del mercato dei capitali e della Borsa italiana, quale passaggio chiave per la crescita economica del Paese³²¹.

Posto che l'obiettivo della legge 21/2024 risiede nel perseguire tale risultato, è opportuno comprendere se e per quale ragione la modifica degli emittenti strumenti finanziari diffusi possa nei fatti rappresentare un contributo effettivo per la maggiore competitività, considerato che, alla luce di una valutazione di tipo comparativo, non esiste un modello societario che possa avvicinarvisi.

A tal proposito, come specificato *supra*, quanto disciplinato dall'articolo 2325-*bis* c.c. e dall'articolo 116 TUF, nonché definito all'articolo 2-*bis* Reg. Emittenti, va annoverato tra i casi di *goldplating*³²² ed è per questa ragione che ne è stata ritenuta opportuna una riforma.

Rinviando al capitolo successivo l'analisi sul merito degli interventi e sulla adeguatezza ed esaustività delle modifiche legislative apportate, sarebbe lecito interrogarsi sull'opportunità di non abrogare del tutto tale modello societario, visti i risultati raggiunti, anziché introdurre una reviviscenza dello *status quo* antecedente al 2003.

In tal modo, infatti, si potrebbe correre il rischio di indurre una parte degli operatori a limitare la propria espansione, in termini di superamento dei parametri quantitativi legislativamente ritenuti rilevanti, pur di non accedere alla disciplina novellata.

D'altro canto, però, onde evitare di rendere particolarmente onerosa la permanenza nello scalino del regime diffuso, sono stati abrogati, come più volte specificato, tutti i principali obblighi prima vigenti.

³²¹ Così, ASSOSIM, *Audizione parlamentare*, 7 giugno 2023, p. 1: «Il tema della competitività dei mercati dei capitali e lo sviluppo della Borsa Italiana sono centrali per la crescita dell'economia del Paese e delle nostre PMI».

³²² Sul punto *Cfr Libro Verde ult. cit.*, p. 23; ASSOSIM, *Audizione parlamentare ult. cit.*, p. 1; ASSONIME, *Memoria*, 15 giugno 2023, p. 4; ASSONEXT, *Memoria*, 15 giugno 2023, p. 2; ABI, *Memoria*, 15 giugno 2023, p. 3; MEF, *Memoria*, 20 giugno 2023, p. 10; CONSOB, *Memoria*, 20 giugno 2023; BORSA ITALIANA, *Memoria*, 22 giugno 2023, p. 9.

II.3 RIFLESSIONI CONCLUSIVE SUI MERCATI DI CAPITALE IN ITALIA E SULLE SOCIETÀ APERTE. LA COMPETITIVITÀ COME MOTIVO CONDUTTORE DELLA RIFORMA

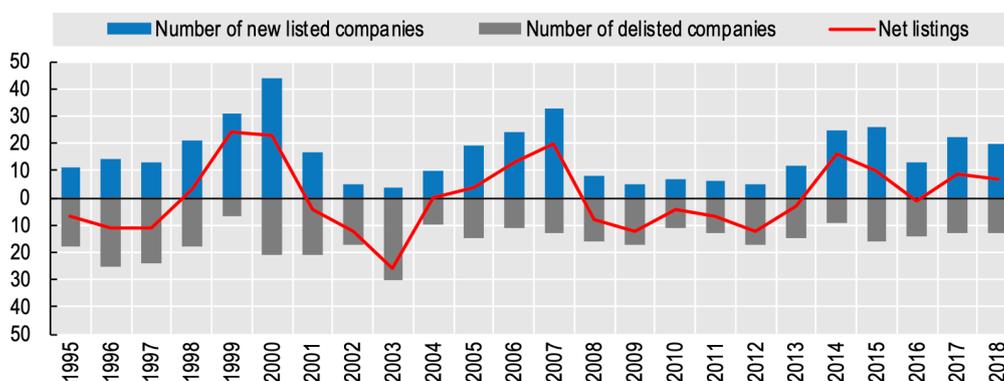
II.3.1 La competitività dei mercati di capitale italiani al netto dei delisting.

L'obiettivo di incrementare la competitività del mercato regolamentato italiano risulta maggiormente avvalorato se solo si tengono in considerazione, oltre a quanto riportato nel precedente paragrafo, i dati sui *delisting*³²³.

Si tratta di un fenomeno che ha colpito, soprattutto nell'ultimo decennio, non solo l'Italia, ma le principali Piazze europee, tra cui Germania e Francia.

Non solo, dal 2000 ad oggi, nell'area OCSE si è assistito ad una riduzione nel numero di offerte pubbliche iniziali, ma a ciò si deve aggiungere che il numero di fuoriuscite dal mercato ha superato quello dei *listings*. Sul punto, giova riportare che, come rilevato dalla Commissione Europea e segnalato dall'ABI³²⁴, dal 2012 il numero di uscite è raddoppiato.

Con specifico riferimento all'Italia, come mostrato dalla figura di seguito riportata, nel venticinquennio intercorrente tra il 1995 ed il 2020 si è assistito ad uno scarto di una sola unità tra le nuove ammissioni – pari a 395 – e i ritiri dalle quotazioni – pari a 394 –³²⁵.



Source: OECD Capital Market Series dataset, Borsa Italiana, see Annex for details.

³²³ Sul punto Cfr OECD Report *ult. cit.*; Ministero dell'Economia e delle Finanze *Libro Verde ult. cit.*; ABI, *Memoria ult. cit.*

³²⁴ ABI, *Memoria ult. cit.*, p. 3: «I problemi di competitività dei mercati dei capitali dell'UE emergono anche dall'aumento dei casi di uscita delle società dai mercati azionari (c.d. "delisting"). Dal 2012, il numero di *delisting* nei mercati dei capitali dell'UE è più che raddoppiato.»

³²⁵ Cfr, OECD Report *ult. cit.*, p. 91: « In total, since 1995, there were 395 new listings and 394 delistings. As a result, the total number of companies in all markets of the Italian stock exchange has increased by only one company. As illustrated by the red line, there were only ten years over a 24-year period when net listings were positive. Importantly, four of those ten years were in the last five years.»

Non essendo questa la sede per approfondire oltre tale aspetto, sono, però, opportune alcune considerazioni.

Nonostante inquadrando il dato³²⁷ in una cornice extra nazionale esso si pone perfettamente in linea con i *trend* europei e non solo, non è possibile sottacere il peso esercitato dalla legislazione di riferimento sulle scelte assunte dalle società *quotande* e *quotate*.

Infatti, da un lato, è la volontarietà a caratterizzare tanto la scelta di richiedere l'ammissione quanto quella di esercitare la revoca dalle negoziazioni, dall'altro, il contesto economico e normativo esercita un'influenza niente affatto irrilevante per la determinazione di entrambe le decisioni³²⁸.

Qualora, infatti, le condizioni di permanenza sui mercati non rappresentino più un vantaggio e, quindi, in una prospettiva di costi-benefici, i primi non giustifichino i secondi, compito del legislatore non è di sindacare una legittima scelta che ricade nella sfera di autonomia dei privati, quanto di individuarne le ragioni e di intervenire. Non a caso, uno dei principali problemi è legato non tanto ai *delisting*, quanto, piuttosto, alla mancanza di *listing*.

Così come segnalato dal più volte riferito *Report OECD*³²⁹, anche i dati riportati nel paragrafo precedente sui settori che nel decennio 2008-2018 hanno accumulato il maggior numero di Offerte Pubbliche Iniziali dimostrano un basso grado di innovazione del mercato regolamentato italiano, in cui solo il 3% di capitale raccolto tramite IPO è stato indirizzato ai settori tecnologico, farmaceutico, biotecnologico e sanitario.

Per quanto rappresentino la sede di elezione delle scelte dei privati, i mercati riflettono il contesto macroeconomico nel quale si collocano e il loro basso grado di innovazione è la risultante di uno scarso grado di innovazione delle scelte di politica economica ed industriale adottate dai governi nazionali e non solo.

³²⁶ Cfr OECD, *ult. Report. cit.*, Figure 44. *Listed and delisted Italian companies, 1995-2018*, p. 91

³²⁷ Cfr, CONSOB, *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane, 2022*, online.

³²⁸ Cfr, ABI, *Memoria ult. cit.*, p. 3: «In un'indagine condotta per conto della Commissione Europea è emerso che le aziende hanno tuttavia evidenziato principalmente: (i) criticità nel rispetto dei requisiti della rendicontazione finanziaria; (ii) tempi e costi associati al rispetto degli adempimenti amministrativi e di compliance previsti; (iii) eccessiva pervasività degli obblighi di divulgazione di informazioni sensibili.»

³²⁹ OECD, *Report ult. cit.*, p. 82: «It is also worth noting that only 3% of all equity capital raised through Italian IPOs between 2008 and 2018 went to high technology firms, which includes the technology, the healthcare pharmaceuticals and biotechnology. These are the sectors that typically are associated with a high degree of innovation, research and development.»

Riportando la trattazione su un piano più strettamente normativo, è chiaro che la legislazione di riferimento assume un ruolo non indifferente nell'orientare le decisioni dei privati, i quali per poter operare – e quindi effettuare degli investimenti – necessitano di un contesto lineare, che possa essere competitivo con quello degli altri ordinamenti giuridici di riferimento, soprattutto alla luce di un quadro nazionale inserito nella più ampia cornice europea.

Sotto tale profilo, la semplificazione, intesa quale pilastro per una maggiore competitività, non avrebbe potuto interessarsi unicamente della disciplina dei mercati finanziari senza coinvolgere anche gli emittenti, che rappresentano la struttura tipica tramite la quale è possibile accedere agli stessi.

Come si avrà modo di specificare in seguito, anche il diritto societario italiano è caratterizzato da fattispecie non armonizzate rispetto alla disciplina unionale, ma non per questo, il legislatore ha abrogato del tutto le fattispecie c.d. di *goldplating*, per le quali sono state, piuttosto, apportate delle significative modifiche, così come dimostra l'intervento operato dall'articolo 4.

II.3.2 La competitività attraverso il modello attuale della società aperta: un connubio necessario e possibile.

La competitività dei mercati di capitale, che oggi appare particolarmente significativa alla luce della sempre maggiore integrazione che tende verso l'auspicata *Union Capital Market*, è tema di studio e di interventi normativi – non sempre soddisfacenti – da più di un venticinquennio³³⁰, come dimostra il *Rapporto sulla società aperta*³³¹, pubblicato un anno prima dell'entrata in vigore del Testo Unico di Finanza.

Il concetto di società aperta, infatti, per quanto definito dal Codice civile solo nel 2003, in realtà, era stato già elaborato nel *Rapporto* citato ed enunciato tra i principi indicati per la riforma del nostro diritto commerciale.

Infatti, il *Principio I* del Rapporto richiamava la necessità che si pervenisse ad una nuova nozione di società aperta in grado di contemplare sia le società quotate, oggetto principale di modifica con la redazione del T.U.F., sia quegli enti, o meglio, emittenti, da considerarsi «quotabili³³²».

³³⁰ Non annoverando nel computo la legge del 1974.

³³¹ ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta. 100 tesiper la riforma del governo societario in Italia*, Bologna, 1997.

³³² ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *ult. op. cit.*, p. 49: «[...] i tratti distintivi delle società aperte si rivolgono solo a quelle imprese le cui potenzialità di espansione, il cui radicamento nei mercati, interni ed esterni, e i

Non era più sostenibile un sistema legislativo in cui tutte le società per azioni, quotate o meno, fossero destinatarie di una disciplina unitaria, necessitandosi di un ridefinito assetto di regole, in grado di affiancare all'autonomia statutaria un grado maggiore di imperatività, obiettivo raggiunto, con tutte le criticità segnalate in questa sede, solo con la riforma del 2003.

Come enunciato nella formulazione del *Principio 4*³³³, tale imperatività, che di certo si scontra con l'autonomia privata, trova la sua *ratio* nel necessario contemperamento, effettuato *ope legis*, con una pluralità di interessi e richiede di essere graduata e modulata a seconda che si ricorra – e differentemente in base al modo in cui ciò avvenga – o meno al mercato³³⁴.

In special modo, gli autori ritennero opportuno individuare dei criteri di natura oggettiva che potessero essere in grado di identificare le società definite “quotabili”.

In tal senso, con riferimento agli emittenti diffusi, va notato che l'azione legislativa sia stata caratterizzata da una certa timidezza, considerata la delegificazione a cui si è fatto ricorso, e ben presto il grado di imperatività oggettiva è stato affiancato da parametri che intendevano rimettere la configurazione della fattispecie nei gangli dell'autonomia dei privati, i quali hanno dimostrato, legittimamente, di non voler accedere al modello intermedio e di non voler sottoporsi alla relativa disciplina.

cui risultati economici rendono interessante e capaci di raccogliere effettivamente capitale esterno, esterno alla famiglia fondatrice o comunque al nucleo dei proprietari di riferimento. Questo insieme non è esaurito alle società quotate. Ampio è il novero delle imprese che, pur non essendo quotate, hanno i requisiti appena richiamati. E il restringimento alle sole società quotate delle regole della “società aperta”, specie se, come si dirà oltre, una parte di esse ha carattere imperativo, rischierebbe di accentuare, in modo contrario agli obiettivi della riforma, il “costo percepito” della quotazione.».

³³³ Cfr ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *ult. op. cit.*, p. 53: «La riforma poggia sul riconoscimento del ruolo centrale dell'autonomia privata e sull'effettiva concorrenza ad adottare la forma di società aperta, ma un circoscritto ambito di applicazione obbligatorio e una parte di regole imperative sono indispensabili per vincere le resistenze e compensare i costi del rinnovamento.»

³³⁴ Così ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE *ult. op. cit.*, p. 55: «Alcune proposte avranno dunque carattere imperativo, ritenendosi la loro applicazione essenziale per realizzare finalità, motivazioni e criteri della riforma; altre carattere *dispositivo*, in quanto pur ritenendosi che offrano la soluzione migliore di un determinato problema organizzativo, sembra possibile lasciare all'autonomia statutaria, in particolare della società aperta, la possibilità di derogarvi per prescegliere un'altra soluzione, senza che ciò impedisca la realizzazione della riforma. L'equilibrio fra le due parti può cambiare a seconda delle disponibilità e delle proposte che maturano nel corso della procedura di consultazione. La parziale e limitata imperatività deve riguardare sia le norme che si riferiscono a tutte le società per azioni, sia quelle, e sono la maggior parte, destinate a trovare applicazione solo per un insieme ristretto di società, cosiddette “quotabili”, che rispondono a specifici requisiti atti a individuare la raccolta di capitale “esterno”, e in specie di pubblico risparmio. A questo secondo riguardo diventa, quindi, essenziale individuare un criterio oggettivo che consenta di identificare le società “quotabili”.».

Oggi, a seguito dell'entrata in vigore della l. 21/2024, si assiste ad un ritorno all' "oggettività".

Infatti, anche alla luce dei dati dell'Elenco CONSOB, dai quali emerge, se non il rifiuto, uno scarso entusiasmo degli emittenti italiani, il legislatore ha nuovamente preferito far rivivere la prima definizione, che contemplava unicamente parametri quantitativi, per l'appunto oggettivi, seppur – come si chiarirà più approfonditamente *infra* nel corso del prossimo capitolo – con le adeguate modifiche.

Le peculiarità del diritto societario rappresentano una pietra d'angolo per la comprensione delle caratteristiche dei mercati di capitale italiani con evidenti ricadute sul loro sottodimensionamento.

Infatti, il concetto di società aperta è qualcosa di differente rispetto alla *public company*³³⁵ di stampo statunitense. In essa non si assiste ad una eccessiva diffusione degli assetti proprietari, il controllo è saldo nelle mani di pochi azionisti – tendenzialmente appartenenti al medesimo nucleo familiare e, come dimostrato dalla Consob³³⁶, con una percentuale non inferiore al 49 percento del capitale sociale.

Costoro esprimono di fatto, con tutti gli accorgimenti legislativi volti a tutelare i diritti e i poteri delle minoranze, gli organi di controllo e di gestione, soprattutto con riferimento alla figura dell'amministratore delegato – spesso scelto a sua volta tra uno dei soci di maggioranza. La restante parte del capitale sociale è invece cautamente dispersa³³⁷.

Tanto che questo dato lo si voglia considerare un *plus*, quanto un *minus*, è certamente coerente con la struttura economico-imprenditoriale italiana e segna, in qualche misura,

³³⁵ Sulle *public companies* statunitensi, cfr R. PERNA, *Public company e democrazia societaria: voto per delega e governo delle imprese nel capitalismo statunitense*, Bologna, 1998.

³³⁶ Cfr CONSOB, *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane 2022, 2023*, online

³³⁷ Cfr; ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *ult. op. cit.*, p. 48: «La nuova disciplina deve, quindi, assicurare un maggiore apporto di capitale di rischio "esterno" (nel senso di: capitale di soggetti diversi dal/i soggetto/i controllante/i e dai soggetti che con quello/i hanno relazioni di parentela) e garantire che il ricambio del controllo possa avere luogo, senza costi o ritardi eccessivi, quando ne maturino le condizioni a causa di errori (o deviazioni) nella conduzione dell'impresa. Ciò richiede che sull'azionista o sul *management* non azionista che esercita il controllo si attui una supervisione continua a opera di almeno una parte degli investitori che esista la concreta possibilità di sanzionare le scelte del controllante attraverso la sua estromissione. Tutto ciò deve avere luogo senza instillare negli imprenditori, nel *management*, un senso di insicurezza permanente circa l'orizzonte temporale della propria funzione: il soggetto controllante dovrà perciò poter agevolmente tutelare il proprio interesse da tentativi di mero disturbo degli investitori. È così chiaro che con società aperta non si intende fare un riferimento ellittico alla *public company* statunitense, che è solo una particolare forma di società aperta dove la stragrande maggioranza della proprietà è altamente diffusa. Si intende invece una società nella quale il controllo sia esercitato da uno o più azionisti, ovvero, al limite, da un *manager* non proprietario; in cui almeno una parte degli azionisti che non esercitano il controllo – i grandi investitori – sia incentivata a esercitare, e possa esercitare, una supervisione; in cui, grazie alla quotazione in borsa ben regolata, sia attivo il vaglio ultimo del mercato del controllo societario.»

una continuità tra le logiche di *governance* che contraddistinguono i modelli di base e la struttura aperta.

È dato di fatto, come pocanzi enunciato, la forte interdipendenza tra proprietà e governo societario e la presenza di un nucleo duro inscalfibile che influenza le decisioni assembleari.

È una realtà di cui bisogna essere coscienti e che non necessariamente si deve considerare ostativa all'accesso o alla permanenza sui mercati, purché le condizioni di fatto e di diritto ne agevolino i processi.

Sotto differente, ma collegato aspetto, si pongono i legami che, già nel *Rapporto* citato non si era stentato a definire malsani, addirittura «incestuosi»³³⁸, tra banche e imprese e la cui rotta non è stata invertita, come dimostrato dai dati sulla leva finanziaria, con gli interventi legislativi sin dal 1998.

II.3.3 Gli emittenti strumenti finanziari diffusi come fattispecie di goldplating.

Come segnalato nelle fasi preparatorie, uno degli aspetti più rilevanti dello scarso grado di competitività del mercato di capitale italiano è rappresentato da innumerevoli casi di *goldplating*, forieri di obblighi non coerenti con la cornice normativa europea e che, non rispondendo al principio di proporzionalità, risultano eccessivamente gravosi per i soggetti onerati, tendenzialmente emittenti.

Se tra gli obiettivi della Novella vi rientra la semplificazione dell'accesso ai mercati, ancor più significativi sono gli interventi a supporto della permanenza sugli stessi e, indubbiamente, l'intervento di modifica dello scalino normativo dovrebbe riflettere, nelle intenzioni del legislatore, tanto l'una quanto l'altra direttrice

Pur in assenza di qualsiasi riferimento nel citato *Report* dell'OCSE, la modifica dell'infelice modello intermedio si collocherebbe a pieno titolo tra gli interventi di modifica delle fattispecie di *goldplating*.

Di certo, nell'ottica della Riforma, il peso assunto dall'articolo 4 potrebbe apparire meno significativo rispetto a quello delle altre norme³³⁹ e, per tali ragioni, appare lecito interrogarsi sul suo effettivo contributo alla competitività.

³³⁸ Così, ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *op. ult. cit.*, p. 161: «E' necessario stabilire relazioni più strette, ma non "incestuose", tra banca e impresa»

³³⁹ Si pensi agli articoli su: azioni a voto multiplo e maggiorato, sulla semplificazione del prospetto di offerta. Soprattutto il primo, infatti, tende a fungere da stimolo concorrenziale rispetto alla legislazione di altri Paesi membri, tra cui *in primis* i Paesi Bassi, molto attrattiva per le società di capitali italiane ed europee.

Gli emittenti di cui trattasi, lo si è più volte specificato, non solo non sono da considerarsi aperti in entrambe le loro categorizzazioni, ma quelli che lo sono, non possono definirsi quotati, in quanto l'unico fattore che li contraddistingue rispetto ai modelli tradizionali è la mera diffusione delle azioni e, probabilmente, in parte, anche la loro negoziazione³⁴⁰. La scelta a cui è giunta la legge non è stata nel senso di una totale rimozione, quanto piuttosto in una riformulazione della definizione, che, come si avrà modo di illustrare *infra*, non sembra essere pienamente convincente.

Di certo, alla luce dei dati attuali, ci si sarebbe potuto ragionevolmente attendere un'abrogazione ovvero un mancato intervento nei confronti di una fattispecie divenuta del tutto residuale, in favore di una ridefinizione dello statuto delle società aperte in grado di ricompredervi la fattispecie armonizzata della negoziazione sulle *Multilateral Trading Facilities*. Invece, si è preferito non cancellare la fattispecie intermedia della diffusione, abrogandone, però, tutta la disciplina informativa.

Ridefinire l'assetto dei doveri, bilanciandolo con una reviviscenza della definizione "oggettiva" avrebbe potuto rappresentare la giusta via mediana per rinnovare l'istituto, eppure si è preferita la strada più breve dell'abrogazione, ma meno coerente con la natura degli emittenti aperti non quotati. Questi ultimi, infatti, potrebbero potenzialmente essere incentivati a ottenere lo *status* di società diffuse proprio alla luce di un regime dei doveri informativi differenziato e non assimilabile a quello degli unici emittenti disciplinati dal Testo Unico³⁴¹.

Dal confronto tra la prima disciplina introdotta nel 1998-1999 e quella attuale, pur essendo mutati nel merito i parametri rilevanti e venuto meno il regime informativo che rappresentava la *ratio* della loro introduzione – che saranno analizzati diffusamente nel corso del capitolo successivo –, emerge un filo di continuità riscontrabile nell'accesso su base unicamente quantitativa.

Ritornando alla considerazione svolta in via preliminare *supra*, sebbene appaia legittimo dubitare della rilevanza dell'articolo 4 nel complessivo scenario della competitività dei capitali e interrogarsi sull'utilità effettiva della mancata abrogazione della sua disciplina, il *gradino* intermedio, se ben regolato, potrebbe rappresentare una porta di accesso che lo renda uno scivolo verso la quotazione.

³⁴⁰ Cfr *supra* Cap. I.

³⁴¹ I.e. gli emittenti quotati.

Prescindendo da qualsiasi valutazione di merito, è opportuno, per comprendere la chiave di lettura di questa impostazione, soffermarsi sugli obiettivi che il *Libro Verde* ha raccomandato di perseguire e, in special modo, i primi due.

Non volendo ribadire quanto già espresso nei paragrafi che precedono, garantire la permanenza sui mercati³⁴², semplificarne le regole d'accesso³⁴³, nonché intervenire sulla disciplina dell'ordinamento societario così da accrescerne la competitività³⁴⁴ non sono delle direttrici limitate unicamente all'ambito della quotazione o, meglio, lo potrebbero essere se non si innestassero nel contesto della legislazione societaria italiana.

Rimettendo al capitolo successivo ogni considerazione in merito all'esaustività e adeguatezza della modifica recentemente apportata, di certo sarebbe stato incompleto il raggio di azione della riforma se ci si fosse limitati ai soli emittenti quotati e alla disciplina dei mercati finanziari.

Ignorare del tutto l'ambito delle società diffuse, che rappresentano una forma embrionale di emittenti quotati e una forma avanzata di società chiuse, avrebbe reso incompiuto il fine della Riforma.

Occorre, però, ribadire che nel venticinquennio che ha preceduto l'entrata in vigore della legge, il modello intermedio non è stato capace di assolvere la sua funzione ispiratrice. Pertanto, sembra lecito sospettare che i risultati sperati possano essere disattesi e temere che le società che, pur avendone i requisiti, hanno dimostrato finora di non voler aderire al modello, possano inibire la dispersione delle azioni con lo scopo di sottrarsi all'applicazione della relativa disciplina.

Paradossalmente, ne deriverebbe che il carattere volontaristico, espressamente sancito dai criteri di cui all'articolo 2-*bis* Reg. Emittenti, 2° comma, oggi abrogato, possa indirettamente riaffermarsi anche nel mutato contesto.

Lo scenario degli emittenti diffusi resterebbe, così, immutato, in quanto le società che in passato hanno deciso di non compiere nessuna delle operazioni indicate dal Regolamento, potranno, seppur tramite differenti modalità, lecitamente aggirare i parametri indicati al primo comma dell'articolo 2325-*ter* c.c.

³⁴² Cfr., MEF, *Libro Verde ult. cit.*, p. 20, in cui lo si indica come seconda direttrice.

³⁴³ Cfr., MEF, *Libro Verde ult. cit.*, p. 20, in cui lo si indica come prima direttrice.

³⁴⁴ Cfr., MEF, *Libro Verde ult. cit.*, p. 20, in cui lo si indica come terza direttrice.

Per le ragioni appena enunciate, nonostante la concreta possibilità della soluzione abrogatoria che avrebbe potuto rappresentare anche un'opportunità di rimozione di una manifesta ipotesi di *goldplating*, si è invece ritenuta sufficiente la modifica di taluni aspetti definitivi e l'abrogazione di buona parte degli obblighi³⁴⁵.

Delle soluzioni proposte è, però, lecito dubitare, così come della loro coerenza rispetto alla nozione e all'esistenza di uno scalino normativo intermedio, privato di qualsiasi momento di tutela degli investitori.

³⁴⁵ Soprattutto perché applicati nei confronti di molte società che accedono ai Sistemi multilaterali di negoziazione e per i quali si richiede necessariamente un regime differenziato rispetto agli emittenti che operano sui mercati regolamentati.

CAPITOLO III

I NUOVI EMITTENTI STRUMENTI FINANZIARI DIFFUSI

III.1 GLI EMITTENTI AZIONI ED OBBLIGAZIONI DIFFUSE ALLA LUCE DELL'ARTICOLO 4 DELLA LEGGE "CAPITALI".

III.1.1. La nuova sistematica codicistica della definizione degli emittenti diffusi.

Le pagine che seguono si prefissano l'obiettivo di riportare la trattazione sull'attuale disciplina, da poco riformata, degli emittenti strumenti finanziari diffusi, entrando nel merito delle modifiche apportate dall'entrata in vigore della Legge 21/2024 e, quindi, del suo articolo 4.

Il *leitmotiv* della disposizione in esame è una complessiva semplificazione, in grado di rimuovere tutti gli ostacoli che hanno, nel tempo, impedito la costruzione di uno scalino normativo. Non può, infatti, esserci uno scalino laddove le differenze tra le società aperte siano poco evidenti, ma la sua esistenza sarebbe del tutto vana nel momento in cui sia, d'altro canto, difficile scorgerne le diversità con le s.p.a. chiuse.

Lo scopo perseguito dal legislatore, anche da una lettura della Relazione e dei documenti di consultazione pubblica³⁴⁶, è quello di creare un gradino che renda meno accentuata la distanza che separa il regime normativo di base da quello previsto per gli emittenti quotati. Gli scalini, infatti, per loro natura, hanno la funzione, se non di accorciare, di rendere meno impervia la distanza tra due punti lontani. È, però, evidente l'impossibilità nel raggiungimento di un simile obiettivo nel momento in cui il gradino risulti mal costruito e sbeccato³⁴⁷, al punto da sembrare, piuttosto, un'inutile "Cattedrale nel deserto".

Con la novella, primo tassello di un più ampio progetto di riforma che culminerà, auspicabilmente, in un organico intervento sul Testo Unico e sul Codice civile, si sono rimossi, in buona sostanza, tutti gli obblighi previsti per le società con azioni diffuse, in gran parte contenuti nel D.lgs 58/1998.

Prima di analizzare ciò che è stato abrogato o modificato, appare opportuno considerare ciò che è stato innovato: la definizione di tali emittenti.

³⁴⁶ Reperibili *online* sul sito del Senato.

³⁴⁷ G.D. MOSCO *ult.op.cit.*

La scelta di abrogare l'articolo 116 ha, così, condotto alla sistematizzazione della loro definizione all'interno del Codice civile, rinunciando al contorto sistema di rinvio alla fonte regolamentare del previgente regime normativo³⁴⁸.

Con l'intento di garantire maggiore organicità sistemica, si è riportata, non senza differenze, la concettualizzazione degli emittenti diffusi all'interno dell'ambito codicistico, in diretta successione rispetto alla norma che introduce il concetto di *società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*. Di talché, allo stato attuale l'articolo 2325-bis³⁴⁹ è seguito, non casualmente, da un -ter³⁵⁰, in cui, per la prima volta, trovano spazio gli emittenti obbligazioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante, sinora del tutto estranei al Codice civile.

³⁴⁸ Così M. POMPILI, *Le società con azioni diffuse tra fattispecie e disciplina*, Riv. dir. comm., CXX, I, Padova, 2022, p. 730: «A quest'ultimo riguardo si deve innanzitutto osservare come, in occasione della riforma delle società di capitali, il legislatore, invece di ricostruire, in termini organici, quello che potrebbe definirsi lo statuto normativo delle società che accedono al mercato del capitale di rischio, e segnatamente delle società con azioni quotate e, rispettivamente, diffuse, ha introdotto una serie innumerevole di disposizioni, contribuendo alla ulteriore stratificazione della disciplina delle società quotate, salvo poi affidare (in termini quantomeno contorti) ad una sola norma, quella dell'art. 2325-bis cod. civ., il coordinamento sistematico di un quadro normativo che appare, anche già dal punto di vista topografico, assai frastagliato».

³⁴⁹ Sull'art. 2325-bis e sulle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio cfr. E. BARCELLONA, *S.P.A. aperte e chiuse*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Tomo II, Milano, 2022.

³⁵⁰ Così dispone l'articolo 2325-ter del codice civile: «Ai fini di cui all'articolo 2325 bis, sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani non quotati in mercati regolamentati italiani i quali abbiano azionisti, diversi dai soci che partecipano in misura superiore al 3 per cento del capitale, in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5 per cento e superino due dei tre limiti indicati dall'articolo 2435 bis, primo comma. Non si considerano emittenti diffusi quegli emittenti le cui azioni sono soggette a limiti legali alla circolazione riguardanti anche l'esercizio dei diritti aventi contenuto patrimoniale, ovvero il cui oggetto sociale prevede esclusivamente lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale o volte al godimento da parte dei soci di un bene o di un servizio. Non si considerano emittenti diffusi: 1) gli emittenti in amministrazione straordinaria dalla data di emanazione del decreto che dispone la cessazione dell'attività di impresa; 2) gli emittenti in concordato preventivo liquidatorio o in continuità indiretta dalla data di omologazione da parte dell'autorità giudiziaria; 3) gli emittenti nei cui confronti è dichiarata la liquidazione giudiziale o posti in liquidazione coatta amministrativa a norma del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, di cui al decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, o delle leggi speciali; 4) gli emittenti nei cui confronti è stata disposta la totale riduzione delle azioni o del valore delle obbligazioni dalla data di pubblicazione del provvedimento di cui all'articolo 32, comma 3, del decreto legislativo 16 novembre 2015, n. 180. Sono emittenti obbligazioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani di obbligazioni, anche relative a diverse emissioni in corso, di valore nominale complessivamente non inferiore a 5 milioni di euro e con un numero di obbligazionisti superiore a cinquecento. Le disposizioni dei commi precedenti non si applicano agli strumenti finanziari emessi dalle banche diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni. Gli emittenti si considerano emittenti strumenti finanziari diffusi dall'inizio dell'esercizio sociale successivo a quello nel corso del quale si sono verificate le condizioni previste dal presente articolo fino alla chiusura dell'esercizio sociale in cui è stato accertato il venir meno di tali condizioni. Nel caso previsto dall'articolo 2409 bis, secondo comma, si applica alla società di revisione l'articolo 155, comma 2, del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Ai fini di cui all'articolo 2343 ter, per valori mobiliari e strumenti del mercato monetario si intendono quelli di cui all'articolo 1, commi 1-bis e 1-ter, del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.».

In via del tutto preliminare, anche e soprattutto alla luce dell'unitarietà di fondo veicolata dal modello di base, non sarebbe corretto ritenere quella della diffusione come identificativa di uno specifico tipo societario, così come, analogamente, non lo sarebbe con riguardo all'ambito della quotazione³⁵¹.

L'unico *tipo*³⁵² è quello della società per azioni, che si compone di modelli³⁵³, tra i quali si annoverano quelli oggetto di studio in questa sede.

Che non si tratti di un tipo a sé stante lo si ricava dalla disciplina sul recesso dei soci.

Ai sensi dell'articolo 2437, comma 1, lettera *b*, del Codice civile³⁵⁴, infatti, i soci che non hanno concorso alla deliberazione assembleare di trasformazione³⁵⁵ sono legittimati a recedere dalla società e, d'altro lato, l'articolo 2437-*quinquies*³⁵⁶ con riferimento alle società quotate prevede la specifica ipotesi di recesso individuale unicamente nel caso in cui sia stata approvata una delibera che comporti l'esclusione, ma non anche l'ammissione alla quotazione³⁵⁷. Da ciò, ne discende che, non configurandosi una fattispecie di trasformazione a seguito dell'ammissione alla quotazione sui mercati regolamentati, a medesime considerazioni sembra doversi giungere con riguardo al superamento dei parametri che qualificano un emittente come diffuso.

In quest'ultima ipotesi, pur in mancanza di una previsione specifica equivalente a quella dell'articolo 2437-*quinquies*³⁵⁸ e di un formale provvedimento di ammissione che segni

³⁵¹ G. OPPO, *Sulla «tipicità» delle società quotate*, *Riv. dir. civ.*, XLV, II, 1999, pp.483 ss.

³⁵² P. SPADA, *Tipologia delle società e società per azioni quotate*, *Riv. dir. civ.*, XLVI, 2000, p. 211.

³⁵³ Così, A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse in maniera rilevante: una prima analisi del nuovo punto di contatto tra diritto commerciale e diritto dei mercati finanziari*, *Riv. dir. comm.*, CI, I, Padova, 2003, p. 832: «La disciplina del tipo società per azioni si articola quindi per modelli e la disciplina dei modelli dipende dalla fattispecie concreta del ricorso al mercato dei capitali di rischio. Il presupposto di applicazione della disciplina delle società aperte e in particolare della *diffusione* delle azioni in maniera rilevante costituisce, quindi il parametro soglia del nuovo *corpus* normativo delineando con chiarezza il superamento della tipologia societaria del codice del 1942.»

³⁵⁴ Ai sensi dell'articolo 2437, 1° comma, lettera *b*), del Codice civile: « Hanno diritto di recedere, per tutte o parte delle loro azioni, i soci che non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti [...] b) la trasformazione della società.»

³⁵⁵ Nella formulazione originaria si faceva riferimento al cambiamento del «tipo». Sul punto, *cf.* G. FERRI jr- G. GUIZZI, *Il progetto di fusione e i documenti preparatori. Decisione di fusione e tutela dei creditori*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA – G.B. PORTALE, Vol. 4, *Scioglimento. Trasformazione. Fusione. Scissione. Società cooperative*, Torino, 2007, pp. 231 ss.

³⁵⁶ Ai sensi dell'articolo 2437-*quinquies* del Codice civile: «Se le azioni sono quotate in mercati regolamentati hanno diritto di recedere i soci che non hanno concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione dalla quotazione.»

³⁵⁷ *Cfr.* C. ANGELICI, *Le società per azioni, I, Principi e problemi*, in A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI (diretto da), P. SCHLESINGER (continuato da) *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, 2012, pp. 559 ss.

³⁵⁸ Alle società con azioni diffuse, in ragione della già descritta struttura del loro statuto, oltre a tutte le disposizioni codicistiche previste per le società aperte al mercato del capitale di rischio, salvo quanto

inequivocabilmente il momento di diffusione³⁵⁹, non sarebbe del pari corretto parlare di *tipo*, considerata, per giunta, l'assenza di tale lemma nelle disposizioni codicistiche³⁶⁰.

Tanto chiarito in merito alla classificazione – tipologica – di tali emittenti, è opportuno procedere a valutare le caratteristiche definitorie contenute all'articolo 2325-ter c.c.

III.1.2. Gli emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante nell'articolo 2325-ter.

L'abrogazione dell'articolo 116 del Testo Unico³⁶¹ e dell'articolo 111-bis delle disposizioni attuative³⁶² ha comportato che, per la prima volta, si siano concettualizzati a livello legislativo i modelli degli emittenti azioni e obbligazioni diffuse.

Relativamente alle sole che rientrano tra le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, la collocazione della loro definizione in immediata successione rispetto all'articolo 2325-bis non è affatto dovuta al caso. Infatti, in questo modo, si è specificato un concetto a cui, prima della novella, si faceva solo un breve cenno. È stata, dunque, riempita di contenuto una norma che, nonostante la sua portata, appariva poco chiara, a causa dei rinvii di cui si è ampiamente trattato nei precedenti capitoli.

Inoltre, da un punto di vista contenutistico, non ci si è limitati a riprodurre fedelmente il disposto dell'articolo 2-bis del Regolamento Emittenti. Infatti, non solo, come è stato già analizzato, si sono abbandonati i criteri qualitativi, ma l'ambito quantitativo-oggettivo, il

espressamente riferito alle sole società chiuse, si applica la disciplina di base delle s.p.a. e, in tal modo, trova applicazione nei loro confronti il disposto dell'articolo 2437 del Codice civile, nonostante la mancanza di una previsione omologa a quella contenuta all'articolo 2437-*quinquies* cod. civ.

³⁵⁹ Cfr. E. RULLI, *L'acquisto dello status di «società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante» tra volontà dell'emittente ed effettività della diffusione*, Riv. trim. dir. econ., 2018.

³⁶⁰ Cfr. M. POMPILI, *op. ult. cit.*, pp. 728-729: «A ben vedere, tanto la regola espressa quanto quella inespressa valgono di per sé a confermare che la società quotata *non* rappresenta un autonomo tipo societario [...]. Ad una conclusione siffatta deve giungersi altresì, ed anzi a maggior ragione, in relazione alla società con azioni diffuse fra il pubblico: a parte il fatto che, una volta esclusa la possibilità di identificare la società quotata come un tipo societario autonomo, appare il vero difficile ammetterla con riguardo invece alla società con azioni diffuse (senza contare che parlare di sotto-tipo o di una variante tipologica della società per azioni, o di quella quotata, non significa altro che collocarsi nella dimensione meramente descrittiva, e priva di rilevanza pratica, propria di tali espressioni, sempre che si intenda assegnare al "tipo" un significato tecnico, e non assumerlo in un'eccezione a tal punto estesa da risultare allora anche teoricamente inappagante), a venire in considerazione è la circostanza che la legge nulla dice in ordine alla sussistenza o meno di un diritto di recesso in caso di acquisto ovvero di perdita della qualità di società a capitale azionario diffuso.».

³⁶¹ Così dispone l'articolo 4, 1° comma, lettera d), della l. 21/2024: «Al testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, sono apportate le seguenti modificazioni: [...] d) l'articolo 116 è abrogato».

³⁶² Ai sensi dell'articolo 4, 4° comma, l. 21/2024: «L'articolo 111-bis delle disposizioni per l'attuazione del codice civile e disposizioni transitorie, di cui al regio decreto 30 marzo 1942, n. 318, è abrogato.».

solo che oggi rileva ai fini della configurazione del modello, risulta più specifico rispetto al passato.

Il confronto tra la definizione vigente³⁶³ e quella previgente³⁶⁴ pone in risalto, innanzitutto, una delimitazione dell'ambito applicativo della norma.

Se, da un lato, l'articolo 2325-*bis* introduce, ai fini dell'applicazione del Titolo III del Libro V, il concetto di società aperte al mercato del capitale di rischio, l'articolo 2325-*ter* definisce gli emittenti azioni diffuse ai fini di cui alla disposizione precedente, creando così un ponte tra l'enunciazione della nozione, il suo contenuto e, quindi, la sua definizione concettuale. In questo modo, la legge ha ricondotto la questione unicamente nel piano del Codice civile, non reputando il Testo Unico e il Regolamento 11971/1999 le sedi più adatte alla trattazione di emittenti non quotati.

Tale scelta, già auspicata in sede di delega per la Riforma Societaria del 2003, appariva necessaria, non solo per porre fine al menzionato sistema dei rinvii, ma soprattutto per rendere più chiaro il riferimento operato dall'art. 2325-*bis* ad un modello esistente solo nell'ordinamento italiano e sconosciuto altrove. Infatti, pur non essendo stata effettuata una simile operazione per gli emittenti quotati sui mercati regolamentati, tuttora definiti dal T.u.f.³⁶⁵, è pur vero che non solo la collocazione *extra* codicistica si giustifica per la loro massima apertura al mercato e quindi per una maggiore coerenza rispetto alla generale disciplina del decreto legislativo 58/1998, ma la loro nozione appare, agli occhi di un osservatore esterno, di certo più intuitiva rispetto ad un modello che si colloca in una posizione intermedia tra la chiusura e l'apertura. Se è vero che gli emittenti azioni

³⁶³ Di seguito, si riproduce il disposto del primo comma dell'articolo 2325-*ter* c.c.: «Ai fini di cui all'articolo 2325-*bis*, sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani non quotati in mercati regolamentati italiani i quali abbiano azionisti, diversi dai soci che partecipano in misura superiore al 3 per cento del capitale, in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5 per cento e superino due dei tre limiti indicati dall'articolo 2435-*bis*, primo comma.»

³⁶⁴ Si riporta, di seguito, il primo comma dell'articolo 2-*bis* del Regolamento Emittenti, il cui contenuto è in parte simile ed in parte difforme dalla previsione attualmente in vigore: «Sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani i quali, contestualmente: a) abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5% ; b) superino due dei tre limiti indicati dall'articolo 2435-*bis*, primo comma, del codice civile.»

³⁶⁵ Ai sensi dell'articolo 1, 1° comma, lettere w) e w) -*quater*, del T.u.f., si intendono: «"emittenti quotati": i soggetti, italiani o esteri, inclusi i trust, che emettono strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato italiano. Nel caso di ricevute di deposito ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato, per emittente si intende l'emittente dei valori mobiliari rappresentati, anche qualora tali valori non sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato; [...] "emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine"».

diffuse sono pacificamente considerati società aperte³⁶⁶, essi condividono buona parte della loro disciplina con le società per azioni di base³⁶⁷ e, dunque, il Libro del Codice entro cui la stessa è trattata sembra essere la loro più naturale sede definitiva.

Ad una prima lettura, tale nuova formulazione la dice lunga sulla fiducia che il legislatore ha riposto nel modello, seppur riformato.

Rispetto alla definizione contenuta all'articolo 2-*bis* citato, si richiede che gli emittenti «italiani» non siano «quotati in mercati regolamentati italiani»³⁶⁸. Si assiste ad un ulteriore paradosso, dovuto al fatto che società italiane, il cui capitale sia diffuso, ma che decidano di quotarsi all'estero, possano, ai fini del Codice civile, al contempo, essere diffuse, a differenza, invece, di quegli emittenti non italiani, quotati sui medesimi mercati esteri e il cui capitale, alla luce dei parametri oggettivi, sia in Italia diffuso fra il pubblico in misura rilevante. Tale apparente cortocircuito poggia sulla *ratio* di incentivare l'apertura delle società italiane, ma, per le medesime ragioni di competitività, il legislatore ha fatto sì che l'applicazione d'imperio della nuova disciplina non fosse rivolta anche alle società straniere che siano in Italia ampiamente diffuse in misura rilevante.

Quanto previsto dal Testo Unico, al di là della disposizione prevista all'articolo 119, per le società quotate sui mercati regolamentati si applica a «soggetti italiani o esteri, inclusi i *trust*, che emettono strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato italiano» e, dunque, l'unico *discrimen* è che gli strumenti siano quotati in Italia, o meglio, anche in Italia, a differenza della fattispecie che qui rileva. Se agli occhi dell'Autorità³⁶⁹, prima, e

³⁶⁶ Sul punto, *cf.* M. POMPILI *ult. op. cit.*, p. 720: «Se è sufficientemente incontrovertibile che la figura in esame componga, insieme a quella delle società quotate, la categoria delle “società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio”, contrapposta a quella delle società per azioni (che si è soliti, seppur impropriamente, continuare ad indicare come) “chiuse”». Si veda, inoltre, A. ROSSI, *sub art. 2325-bis*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di) *Il nuovo diritto delle società*, Vol. I, (artt. 2325-2396), Padova, 2005 e P. ABBADESSA - E. GINEVRA, *sub art. 2325-bis*, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di) *Società di capitali. Commentario*, Vol. I, artt. 2325-2329-*ter*, Napoli, 2004.

³⁶⁷ M. POMPILI, *ult. op. cit.*, p. 731: «Per quanto in particolare riguarda lo statuto “codicistico” della società con azioni diffuse, deve infatti osservarsi che non si rinvengono, a ben vedere, norme dettate (per così dire) in via esclusiva per quest'ultima: con l'esito che la disciplina in esame si risolve, ed anzi si esaurisce, nella sommatoria tra le disposizioni in tema di società per azioni “ordinaria” e quelle proprie delle “società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (le quali ultime, vale la pena di precisarlo, costituirebbero in definitiva appunto il c.d. “gradino normativo”), con esclusione, com'è chiaro, delle norme applicabili alle sole società “chiuse” e, specularmente, alle sole società quotate.».

³⁶⁸ Sul punto, si veda quanto suggerito in sede di consultazione pubblica dall'ASSONEXT. *Cfr* ASSONEXT, *Memoria*, 15 giugno 2023, p. 7: «dopo le parole “non quotate nei mercati regolamentati” eliminare la parola “italiani”».

³⁶⁹ Ai sensi dell'abrogato articolo 112 Reg. Emittenti: «Sono dispensati dall'adempimento dell'articolo 116, comma 1-*bis*, del Testo unico e nei loro confronti non si applicano gli articoli 109, 110 e 111, gli emittenti strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati di altri paesi dell'Unione Europea o nei mercati di paesi extracomunitari riconosciuti ai sensi dell'articolo 70 del Testo unico e le SICAV.».

del legislatore, poi, non è parso opportuno applicare tale disciplina anche alle società non italiane, in quanto in grado di rendere ancor meno appetibile il nostro mercato agli investimenti esteri, si stentano a comprendere le ragioni della sua mancata abrogazione. Se essa effettivamente avesse rappresentato un'opportunità e non un inutile gravame, infatti, plausibilmente, come per l'altro modello di società aperte, non si sarebbe esitato a prevederne una più generale attuazione, pur in presenza dei limiti del Capo II del Titolo III.

III.1.3. Le percentuali del 3 e del 5 per cento del capitale sociale: tra soci di controllo e diffusione.

La nuova versione della definizione codicistica risulta più specifica della precedente, non tanto con riguardo al numero di azionisti rilevanti ai fini della diffusione delle azioni, quanto ai soci diversi da questi ultimi.

Ai fini della costituzione della fattispecie, è necessario che gli emittenti italiani non quotati su mercati regolamentati italiani abbiano azionisti in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente almeno il 5 per cento del capitale sociale e che siano diversi dai soci che partecipano in misura superiore al 3 per cento del capitale. Per un verso, infatti, rispetto alla disposizione del Regolamento Emittenti, il parametro dei 500 azionisti è rimasto invariato, così come la percentuale del 5 per cento, per l'altro è stato riformulato l'apodittico riferimento ai soci «di controllo».

Relativamente a quest'ultimo aspetto, nelle società per azioni, soprattutto in quelle rilevanti ai sensi dell'articolo 2325-*bis* c.c., il capitale sociale serve a «misurare la contendibilità e quindi ad accertare il controllo societario»³⁷⁰, determinando in termini percentuali il concreto atteggiarsi del rapporto tra la titolarità delle azioni e il concorso all'attività economica³⁷¹. Ovviamente, per quel che riguarda le società con azioni quotate³⁷², la questione della contendibilità e del controllo societario³⁷³ assume profili

³⁷⁰ Così, M. CERA, p. 201.

³⁷¹ Cfr. A. PARALUPI, *op. ult. cit.*, pp. 853-854: «Il modello base sia dell'azione sia dell'obbligazione, come pure quello degli «strumenti finanziari partecipativi», pur essendo aperti a specificazioni molteplici, tanto da essere definiti da Portale strumenti tipici a contenuto atipico, sembrano essere rimasti in fondo quello che erano in passato ovvero l'espressione della frazione base rappresentativa del concorso alla formazione del capitale sociale. Essa, pertanto, pur nella possibile varietà tipologica, resta la rappresentazione o indicazione di una posizione partecipativa in senso proprio. Nel senso, cioè, che la sua titolarità è direttamente collegata all'esercizio in concreto dell'attività economica».

³⁷² Cfr. M. CERA, *Il capitale sociale nelle s.p.a. quotate: solo un relitto storico?*, in I. CAPELLI-S. PATRIARCA (a cura di) *Il nuovo capitale sociale*, Milano, 2016, p. 113 ss.

³⁷³ Così, M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Torino, 2022, p. 201: «La misura della partecipazione al capitale di una s.p.a con azioni quotate, dunque, consente, da un lato, di avere trasparenza

attinenti anche alla vigilanza³⁷⁴ CONSOB³⁷⁵ – si pensi alla disciplina sulle partecipazioni rilevanti e reciproche contenuta agli articoli 120 e 121 del testo Unico.

Per quanto il lemma “socio di controllo”³⁷⁶, rilevante nella previgente definizione degli emittenti azioni diffuse, non trovi una esplicita definizione né nel testo Unico né nel Codice civile, la sua portata la si poteva e la si può far discendere dal disposto dell’articolo 2359 c.c.³⁷⁷, alla luce del quale può definirsi “di controllo” quel socio che detenga la maggioranza dei voti in assemblea oppure che, pur non disponendone, sia in grado di esercitare un’influenza dominante, a causa del frazionamento del capitale sociale, nonché in virtù di vincoli contrattuali, contenuti, ad esempio, nelle clausole di patti parasociali.

Venuto meno tale riferimento nella nuova formulazione della definizione, in favore di una maggiore precisione in termini numerici, si richiede che i soci – in numero superiore a 500 e che rappresentino complessivamente almeno il 5% del capitale – siano diversi dagli azionisti che detengano, singolarmente, almeno il 3% del capitale sociale.

Per quanto sia difficile immaginare la configurazione della benché minima dominanza con una percentuale così poco significativa, ad ogni modo, nel contesto definitorio che ci occupa, il limite del tre per cento considerato tende a risaltare maggiormente l’entità della diffusione.

Non ponendosi, infatti, una soglia quantitativa che delineasse l’ambito del controllo, nella versione non più vigente, poteva ben comparire, tra i 500 azionisti considerati, un socio che rappresentasse più del 3 per cento del capitale sociale, pur non esercitando alcuna funzione di dominio in assemblea. Allo stato attuale, invece, le dinamiche assembleari assumono un peso mediato e indiretto derivante dalla quota di capitale posseduta.

circa i diritti esercitabili nella *governance* della società, dall’altro, forse, ancor più significativamente, di consentire di stabilire la sussistenza o meno di una situazione di controllo societario (art. 2359 c.c.).»

³⁷⁴ M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Torino, 2022, p. 201: «Si è detto che nella disciplina delle società emittenti azioni quotate, il capitale sociale serve in particolare a misurare la contendibilità e quindi ad accertare il controllo societario, vale a dire a giustificare e a favorire la stessa *ratio* della disciplina speciale del t.u.i.f. e con essa della vigilanza pubblica attribuita alla Consob (cfr. ancora l’art. 91 t.u.i.f.).»

³⁷⁵ Così recita l’articolo 91 del T.u.f.: «La CONSOB esercita i poteri previsti dalla presente parte avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all’efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali.»

³⁷⁶ Cfr. G. MOLLO – D. MONTESANTO, *Il controllo societario nel Testo unico della finanza. Problemi e prospettive di riforma*, *Quad. giur. Consob*, 8, 2015; A. POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, Milano, 2014.

³⁷⁷ Così dispone il primo comma dell’articolo 2359 c.c.: «Sono considerate società controllate: 1) le società in cui un’altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell’assemblea ordinaria; 2) le società in cui un’altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un’influenza dominante nell’assemblea ordinaria; 3) le società che sono sotto influenza dominante di un’altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa.»

La necessità di un superamento della disciplina in commento è ricavabile anche dalla sua scarsa rappresentatività del contesto societario italiano. I dati Consob³⁷⁸ dimostrano che anche in buona parte delle società quotate in media il 49 per cento del capitale sociale non sia affatto disperso, dunque, al di fuori dell'ambito bancario e finanziario il modello rischierebbe di avere scarsa applicabilità, a differenza di istituti più moderni che diano peso alla negoziazione al di fuori delle sedi regolamentate.

Il riferimento al concetto di "azioni" merita una precisazione. Al di là delle categorie speciali previste agli articoli 2350³⁷⁹ e 2351³⁸⁰ cod. civ., che valorizzano, rispettivamente, l'elemento patrimoniale e quello amministrativo, l'art. 2348³⁸¹ c.c., ultimo comma, indica la facoltà, in sede di approvazione o successiva modificazione statutaria, di prevedere categorie atipiche³⁸².

³⁷⁸ CONSOB, *Rapporto sulla corporate governance ult. cit.*

³⁷⁹ Tanto prevedono i commi 1° e 2° dell'art. 2350 c.c.: «Ogni azione attribuisce il diritto a una parte proporzionale degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione, salvi i diritti stabiliti a favore di speciali categorie di azioni.

Fuori dai casi di cui all'articolo 247-bis, la società può emettere azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore. Lo statuto stabilisce i criteri di individuazione dei costi e ricavi imputabili al settore, le modalità di rendicontazione, i diritti attribuiti a tali azioni, nonché le eventuali condizioni e modalità di conversione in azioni di altra categoria.

³⁸⁰ Ai sensi dell'articolo 2351 del Codice civile: «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. Lo statuto può altresì prevedere che, in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato ad una misura massima o disporre scaglionamenti. Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di dieci voti. Gli strumenti finanziari di cui agli articoli 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. Alle persone così nominate si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano.»

³⁸¹ Così dispongono i primi due commi dell'articolo 2348 c.c.: «Le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti. Si possono tuttavia creare, con lo statuto o con successive modificazioni di questo, categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite. In tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie.

³⁸² Cfr. A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse in maniera rilevante: una prima analisi del nuovo punto di contatto tra diritto commerciale e diritto dei mercati finanziari*, Riv. dir. comm., CI, I, Padova 2003, p. 853: «Occorre inoltre precisare che la riforma [del 2003] amplia il novero delle categorie di azioni che possono essere emesse dalle società, non solo tipizzando alcuni nuovi modelli, che si caratterizzano per la peculiarità dei propri diritti patrimoniali (si veda l'art. 2350 che disciplina le "azioni fornite di diritti patrimoniali correlati a risultati dell'attività sociale in un determinato settore"), o amministrativi, (come le "azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di condizioni non meramente potestative" previste all'art. 2351), ma altresì stabilendo che le stesse società possano, con previsione statutaria, determinare il contenuto di nuove

Non sussistendo limiti di sorta indicati all'articolo 2325-ter c.c., le azioni effettivamente diffuse potrebbero comprimere sia i diritti patrimoniali sia quelli amministrativi, nei limiti previsti dalla legge. Inoltre, non applicandosi a tali emittenti le previsioni in termini di divieto di emissione delle azioni a voto plurimo previste per le società quotate, ed avendo le recenti modifiche legislative esteso i voti per ognuna di esse fino ad un massimo di dieci³⁸³, la percentuale del 3% potrebbe essere meno che proporzionale rispetto ai diritti amministrativi in concreto esercitabili. Infatti, la qualificazione di "socio di controllo", cara alla previgente nozione di emittenti azioni diffuse, è stata facilitata rispetto al regime finora vigente, per giunta, cercando, come *supra* accennato, di trovare un coordinamento tra le s.p.a. quotate e non.

L'unico vincolo relativo ai valori mobiliari diffusi è previsto dal secondo comma dell'articolo 2325-ter³⁸⁴, il quale dispone che, pur nel superamento dei parametri indicati al primo e al quarto comma, non possono qualificarsi come emittenti strumenti finanziari diffusi quelle società le cui azioni siano soggette a limiti legali alla circolazione. Tale

categorie di "azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite" (art. 2348).».

³⁸³ Al pari, seppur con le dovute differenze, di quanto previsto, in tema di società quotate, per le azioni a voto maggiorato che, però, non rappresentano azioni speciali. All'esito delle modifiche intervenute con la Novella, l'articolo 127-*quienquies* del T.u.f.: commi 1° e 2°: «Gli statuti possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 4. 2. Gli statuti possono altresì disporre l'attribuzione di un voto ulteriore alla scadenza di ogni periodo di dodici mesi, successivo alla maturazione del periodo di cui al comma 1, in cui l'azione sia appartenuta al medesimo soggetto iscritto nell'elenco previsto dal comma 4, fino a un massimo complessivo di dieci voti per azione. Per gli azionisti che hanno maturato la maggiorazione di cui al comma 1 e che sono iscritti nell'elenco previsto dal comma 4 alla data dell'iscrizione della delibera assembleare che modifica lo statuto ai sensi del presente comma, il periodo di maturazione ulteriore inizia a decorrere da tale data.», prevedendosi, così, un meccanismo di maggiorazione rafforzata che può garantire fino ad un massimo di dieci voti per azione. *Cfr.*, ASSONIME, *Legge capitali: le nuove regole a sostegno della competitività del mercato dei capitali*, Scheda di sintesi, online, p. 3: «La legge capitali modifica anche la disciplina su voto plurimo e maggiorato. Per quanto riguarda il voto plurimo, la modifica consiste nell'aumento del fattore di moltiplicazione da tre voti per azione fino a un massimo di dieci voti. Anche in tema di voto maggiorato, la modifica ha per oggetto l'incremento del fattore di moltiplicazione fino a un massimo di dieci voti per azione, che è reso possibile grazie alla introduzione di un'ipotesi di maggiorazione rafforzata del voto. Con le nuove norme, gli statuti delle società quotate Italiane potranno disporre l'attribuzione di un voto ulteriore alla scadenza di ogni periodo di dodici mesi, successivo alla maturazione dei 24 mesi previsti per la 'maggiorazione' ordinaria, in cui l'azione sia appartenuta al medesimo soggetto iscritto nell'elenco speciale, fino a un massimo complessivo di 10 voti per azione. Al fine di tutelare la parità di trattamento dei soci, la disciplina prevede che l'adozione della maggiorazione rafforzata determini il diritto di recesso per gli azionisti dissenzienti, espressamente escluso nel caso di adozione della maggiorazione ordinaria.»

³⁸⁴ Ai sensi dell'articolo 2325-ter, 2° comma, del Codice civile: «Non si considerano emittenti diffusi quegli emittenti le cui azioni sono soggette a limiti legali alla circolazione riguardanti anche l'esercizio dei diritti aventi contenuto patrimoniale, ovvero il cui oggetto sociale prevede esclusivamente lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale o volte al godimento da parte dei soci di un bene o di un servizio.».

previsione, già prevista nella vigenza del Regolamento Emittenti è volta ad escludere dal novero degli emittenti diffusi società ritenute «marginali»³⁸⁵. Come ha avuto modo di chiarire la giurisprudenza di merito³⁸⁶, l'esclusione è riferita essenzialmente ai limiti imposti dall'articolo 2525 c.c. per le società per azioni cooperative³⁸⁷.

In conclusione, l'assenza di qualsiasi tipo di specificazione rende lo statuto di tali società aperto a qualsiasi tipologia di azione, ad eccezione di quelle previste per le sole società quotate³⁸⁸, senza l'indicazione di qualsiasi elemento che possa qualificare il profilo degli investitori³⁸⁹ e il «grado di dispersione tra il pubblico»³⁹⁰.

Inoltre, la disposizione in esame ripropone delle limitazioni ulteriori, già previste dal Regolamento Emittenti, la cui configurazione assolve una funzione impeditiva ai fini della formazione della fattispecie. In aggiunta ai vincoli relativi alla circolazione delle azioni, rilevano, sotto tale aspetto, oltre all'ipotesi in cui l'oggetto sociale denoti un'attività non lucrativa³⁹¹, anche l'accesso all'amministrazione straordinaria, al concordato preventivo in continuità indiretta, oltre che liquidatorio ovvero la sottoposizione alla liquidazione giudiziale o coatta amministrativa e la riduzione del

³⁸⁵ Cfr G. D. MOSCO, *ult. op. cit.*, p. 869: «Sono comunque escluse alcune società considerate marginali, con azioni soggette a forti limiti legali di circolazione».

³⁸⁶ Trib. Padova, Sez. I, Ordinanza, 10/1/2012.

³⁸⁷ Ai sensi dell'articolo 2525 c.c.: «Il valore nominale di ciascuna azione o quota non può essere inferiore a venticinque euro né per le azioni superiore a cinquecento euro. Ove la legge non preveda diversamente, nelle società cooperative nessun socio può avere una quota superiore a centomila euro, né tante azioni il cui valore nominale superi tale somma. L'atto costitutivo, nelle società cooperative con più di cinquecento soci, può elevare il limite previsto nel precedente comma sino al due per cento del capitale sociale. Le azioni eccedenti tale limite possono essere riscattate o alienate nell'interesse del socio dagli amministratori e, comunque, i relativi diritti patrimoniali sono destinati a riserva indivisibile a norma dell'articolo 2545-ter. I limiti di cui ai commi precedenti non si applicano nel caso di conferimenti di beni in natura o di crediti, nei casi previsti dagli articoli 2545-*quinquies* e 2545-*sexies*, e con riferimento ai soci diversi dalle persone fisiche ed ai sottoscrittori degli strumenti finanziari dotati di diritti di amministrazione. Alle azioni si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni degli articoli 2346, 2347, 2348, 2349, 2354 e 2355. Tuttavia nelle azioni non è indicato l'ammontare del capitale né quello dei versamenti parziali sulle azioni non completamente liberate.».

³⁸⁸ Oltre a quelle a voto maggiorato che, si badi, rientrano ugualmente nel novero delle azioni ordinarie, si considerino anche le azioni di risparmio di cui all'articolo 145 del Testo Unico di Finanza.

³⁸⁹ Essendo, come chiarito *supra*, Cap. I, una nozione rivolta *ad incertam personam*.

³⁹⁰ Così, A. PARALUPI, *ult. op. cit.*, p. 854: «Alla luce di tali considerazioni si ritiene che il superamento del parametro soglia debba essere valutato con riferimento a tutte le categorie di azioni o obbligazioni considerate nel loro complesso. Tale considerazione, che direi obbligata dalla lettera della norma, rende comunque il criterio poco raffinato. La generalizzazione degli strumenti finanziari utilizzati nel parametro rende applicabile lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio a fattispecie non omogenee sotto il profilo delle esigenze di tutela. Per essere inteso quale indice presuntivo di apertura dell'emittente al pubblico degli investitori, dovrebbe essere corredato da altri parametri in grado di selezionare la personalità degli investitori e il grado di dispersione.».

³⁹¹ G.D. MOSCO, *ult. op. cit.*, p. 869: «Sono comunque escluse alcune società considerate marginali, [...] il cui oggetto sociale prevede esclusivamente lo svolgimento di attività di godimento o di utilità sociale.».

valore delle azioni o delle obbligazioni in seguito alla pubblicazione del verbale di avvio della risoluzione di cui al d.lgs 180/2015.

Ciascuna delle fattispecie contemplate al terzo comma³⁹², comprese le procedure concordatarie citate, denota uno scenario da un lato di natura prettamente liquidatoria e, quindi, inidoneo a preservare la continuità aziendale e, dall'altro, per quel che riguarda la continuità indiretta, la possibilità di una generazione del valore garantita unicamente da una prospettiva di trasferimento dell'azienda a terzi in grado di provvedere al risanamento dell'impresa.

III.1.4. La redazione del bilancio in forma abbreviata: l'ultimo parametro quantitativo richiesto e l'abbandono dei criteri volontaristici.

L'ultimo criterio richiesto per la costituzione del modello degli emittenti azioni diffuse è dato dal divieto di redazione del bilancio in forma abbreviata, di cui al primo comma dell'articolo 2435-*bis* del Codice civile³⁹³.

Alla luce dell'articolo richiamato e dei criteri indicati al primo comma dell'articolo 2325-*ter* c.c., nell'esercizio sociale antecedente a quello in cui possono considerarsi diffuse, le società devono congiuntamente dimostrare di avere azionisti, diversi dai soci che partecipano in misura superiore al 3 per cento del capitale sociale, in numero superiore a cinquecento, che detengano almeno il 5 per cento del capitale sociale e avere nei due esercizi precedenti superato almeno due dei seguenti limiti:

- un attivo patrimoniale superiore a quattro milioni quattrocentomila euro;
- ricavi per vendite e prestazioni superiori a otto milioni ottocentomila euro;
- dipendenti in numero superiore alle cinquanta unità.

Sotto quest'ultimo profilo, non si riscontra discontinuità con la previgente definizione.

Infatti, anche il comma secondo dell'articolo 2-*bis* del Regolamento CONSOB richiedeva

³⁹² Ai sensi dell'articolo 2325-*ter*, terzo comma: «Non si considerano emittenti diffusi: 1) gli emittenti in amministrazione straordinaria dalla data di emanazione del decreto che dispone la cessazione dell'attività di impresa; 2) gli emittenti in concordato preventivo liquidatorio o in continuità indiretta dalla data di omologazione da parte dell'autorità giudiziaria; 3) gli emittenti nei cui confronti è dichiarata la liquidazione giudiziale o posti in liquidazione coatta amministrativa a norma del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, di cui al decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, o delle leggi speciali; 4) gli emittenti nei cui confronti è stata disposta la totale riduzione delle azioni o del valore delle obbligazioni dalla data di pubblicazione del provvedimento di cui all'articolo 32, comma 3, del decreto legislativo 16 novembre 2015, n. 180.».

³⁹³ Ai sensi dell'art. 2435-*bis* cod. civ., 1° comma: «Le società, che non abbiano emesso titoli negoziati in mercati regolamentati, possono redigere il bilancio in forma abbreviata quando, nel primo esercizio o, successivamente, per due esercizi consecutivi, non abbiano superato due dei seguenti limiti: 1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 4.400.000 euro; 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 8.800.000 euro; 3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 50 unità.».

che gli emittenti non rientrassero nella categoria di società in grado di accedere alla disciplina del bilancio in forma abbreviata³⁹⁴.

Similmente rispetto ai requisiti qualitativi, anche tale parametro è stato introdotto con la Delibera Consob 14372/2003, con cui sono state innalzate le soglie per accedere allo scalino. Scelta che, con le opportune differenze, sembra tuttora perseguita.

Infatti, come già evidenziato in dottrina a ridosso delle modifiche regolamentari appena menzionate, richiedere il superamento dei limiti previsti all'articolo 2435-*bis* c.c. discende dalla volontà di escludere dallo scalino «una quantità sensata di medie e grandi società per azioni, anche industriali»³⁹⁵. La restrizione in esame, infatti, pare difettare di utilità³⁹⁶, in quanto poca coerenza ha con riguardo al concetto di diffusione. Essa, così come il parametro del patrimonio netto, rilevante nelle prime versioni del Regolamento, poi abrogato, sembra del tutto sganciata dalle soglie di rappresentatività del capitale sociale richieste dalla norma. Queste ultime, infatti, sono *ex se* idonee ad esprimere, quantitativamente, la concretezza della diffusione, che, viceversa, né l'attivo patrimoniale né i ricavi conseguiti né tantomeno il numero di dipendenti occupati riescono a rappresentare. Pertanto, appare più corretto qualificare il riferimento alla norma codicistica sulla redazione del bilancio in forma abbreviata un limite, anziché un parametro positivo, in quanto si fonda sulla *ratio* di ridurre il novero degli emittenti azioni diffuse³⁹⁷.

³⁹⁴ Così disponeva l'articolo 2-*bis*, primo comma, del Regolamento Emittenti: «Sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani i quali, contestualmente [...] superino due dei tre limiti indicati dall'articolo 2435-*bis*, primo comma, del codice civile.»

³⁹⁵ Cfr G.D. MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, Riv. soc., XLIX, Milano, 2004, pp. 868-869, che in netto contrasto alle modifiche apportate al Regolamento CONSOB afferma: «Si attendeva quindi un nuovo intervento della Commissione per evitare la cristallizzazione di una nozione che sembrava indispensabile riformulare per includere nello scalino intermedio una quantità sensata di medie e grandi società per azioni, anche industriali. La nuova nozione di società “emittenti azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante” è in effetti intervenuta giusto in tempo per l'appuntamento del 1° gennaio 2004, grazie alla deliberazione della Consob n. 14372 del 23 dicembre 2003, modificativa del regolamento emittenti, vigente da fine 2003. La nuova nozione è, però, persino più restrittiva di quella precedente, e di molto. Infatti, viene ribadita la soglia di 200 azionisti, ma si escludono dal computo i soci di controllo e si richiede che gli azionisti di minoranza detengano complessivamente almeno il 5% del capitale sociale.»

³⁹⁶ Così G. D. MOSCO, *ult. op. cit.*, p. 869: «Si conferma inoltre la necessità del contestuale rispetto anche di un criterio quantitativo che pareva, come si è detto, superfluo e lo si individua nel superamento dei limiti per la redazione del bilancio in forma abbreviata (due dei seguenti: totale dell'attivo dello stato patrimoniale, 3.125.000 euro; ricavi vendite e prestazioni, 6.250.000 euro; 50 dipendenti)». Sebbene numericamente siano state apportate modificazioni sia all'attivo che alla voce dei ricavi, le considerazioni relative alla permanenza di tale criterio nell'enunciazione definitoria degli emittenti in esame non sembrano poter mutare.

³⁹⁷ Sul punto, si veda G. D. MOSCO, *ult. op. cit.*, p. 868: «Si nutrivano pertanto molti dubbi sulla capacità della nozione di individuare un numero congruo di società con azioni diffuse tra il pubblico in misura

Come si è detto, il principale pregio del recente intervento legislativo risiede nell'aver eliminato qualsiasi carattere di volontarietà espressa alla fattispecie e su cui si rinvia ai Capitoli che precedono³⁹⁸.

Sul punto, giova riportare l'orientamento espresso in dottrina, in forza del quale il carattere quantitativo criteri di cui all'art. 2325-ter sarebbe solo apparente, in quanto la necessaria sussistenza di 500 azionisti diversi dai soci che detengono più del 3% del capitale sociale sarebbe sintomatico di una compagine composta da risparmiatori che volontariamente si siano rivolti al capitale di rischio dell'emittente, causandone «quel mutamento qualitativo [...] che solo giustifica la sottoposizione delle società aperte, ancorché non quotate, ad una disciplina diversa rispetto a quella delle società per azioni c.d. chiuse³⁹⁹.».

III.1.5. Gli emittenti azioni diffuse e le società «quotate» sui mercati non regolamentati.

L'aver circoscritto la fattispecie a tutte le società italiane non quotate sui mercati regolamentati nazionali non esclude dal novero degli emittenti diffusi tutti quei soggetti che, superati i parametri di cui al primo comma in commento, negozino le loro azioni sui sistemi multilaterali di negoziazione.

In sede di conversione e di approvazione, non è stata, infatti, recepita la proposta formulata dall'ABI in sede di consultazione pubblica⁴⁰⁰ di sancire espressamente che l'articolo 2325-ter non fosse applicabile nei confronti di quegli emittenti le cui azioni, ancorché non quotate, fossero negoziate sui *Multilateral Trading Facilities*.

Lo scopo, annunciato nella Relazione⁴⁰¹, di eliminare l'estensione degli obblighi del Testo Unico applicabili al gradino intermedio a tutti quegli emittenti titoli "quotati" sugli MTF che superassero i parametri quantitativi oggetto di approfondimento in questa sede, è stato in parte perseguito, tramite la modificazione delle norme del D.lgs 58/1998 dedicate alle società che emettono strumenti finanziari diffusi in misura rilevante. Infatti,

rilevante, non essendo di alcuna utilità un nuovo scalino normativo applicabile a un insieme così ristretto e qualitativamente marginale di società, soprattutto rispetto all'obiettivo di non scoraggiare e anzi favorire la quotazione.».

³⁹⁸ Cfr G. D. MOSCO, *ult. op. cit.*, pp. 869-870. Cfr, sul punto, Capitolo I.

³⁹⁹ E. LA MARCA, *sub art. 4*, in P. MARCHETTI – M. VENTORUZZO (a cura di), *Commentario alla Legge Capitali. Legge 5 marzo 2024, n. 21*, Pisa, 2024.

⁴⁰⁰ Cfr ASSONEXT, *Memoria ult. cit.*, p. 7: «All'art. 2325-ter, primo comma, cod. civ. (nel testo introdotto dal DDL), dopo le parole "non quotati in mercati regolamentati" [...] aggiungere l'inciso "e non negoziati in sistemi multilaterali di negoziazione"».

⁴⁰¹ Si veda la più volte citata *Relazione* che precede il testo del DDL 674/2023, p. 5.

anche al fine di rimuovere la sovrapposizione tra norme previste tanto per l'una – quella della diffusione – quanto per l'altra ipotesi – quella della negoziazione sugli MTF –, si è optato per una generale soppressione di tutti i doveri informativi⁴⁰². Se è indubbio, da un lato, che il sistema previgente imponeva costi in termini di *disclosure* non dissimili tra le società quotate e quelle che, ancorché facenti accesso al mercato *Euronext Growth Milan*⁴⁰³ dedicato alle PMI, fossero diffuse ai sensi dei primi due⁴⁰⁴ commi dell'articolo 2-*bis* del Regolamento Emittenti, dall'altro, il superamento di tale schema, per il tramite delle abrogazioni anzidette, avrebbe, indubbiamente potuto essere affiancato da un intervento di riforma della definizione di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio⁴⁰⁵.

Svuotata della sua *ratio*, la categoria in esame non appare più in grado di rispondere alle esigenze per le quali era stata introdotta: la tutela del pubblico. Pertanto, il venir meno dell'anticipazione del regime informativo rispetto al momento dell'accesso ai mercati regolamentati ne rende vana la previsione e impone un suo definitivo superamento in favore di altre fattispecie societarie.

In considerazione di ciò, sarebbe del tutto auspicabile, già in sede di attuazione della delega di cui all'articolo 19 della l. 21/2024, una modifica della nozione di cui all'articolo 2325-*bis* che includa, in seguito alla soppressione di un modello diffuso oramai vuoto e incapace di produrre significativi risultati in termini di protezione degli investitori, tra le

⁴⁰² ASSONIME, *Interventi a sostegno della competitività dei capitali. Circolare n.6/2024*, 2024 (online), p. 37: «La sovrapposizione delle regole previste dal Codice Civile e dal TUF con quelle previste per gli MTF ha comportato l'applicazione a queste ultime, nel caso siano anche emittenti diffusi tra il pubblico in misura rilevante, di gran parte delle disposizioni applicabili alle società quotate sui mercati regolamentati; opportunamente quindi la legge capitali elimina gli obblighi previsti dal TUF per gli emittenti diffusi tra il pubblico in misura rilevante ritenendo sufficienti le tutele previste per la quotazione su un MTF.».

⁴⁰³ Dal confronto tra l'Elenco CONSOB degli Emittenti titoli diffusi e dell'Elenco *Euronext Growth Milan*, si ricava che delle 201 società quotate su quest'ultimo, solo 21 sono anche diffuse.

⁴⁰⁴ Ai sensi del secondo comma dell'articolo 2-*bis* del Regolamento Consob, infatti: «I limiti quantitativi di cui al comma precedente si considerano superati soltanto se le azioni alternativamete [...] siano o siano state negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione con il consenso dell'emittente o del socio di controllo ovvero siano state ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati e successivamente siano state oggetto di revoca».

⁴⁰⁵ ASSONIME, *Circolare ult. cit.*, pp. 46 - 47: «In subordine, qualora non si addivenisse all'eliminazione di questa categoria di emittenti non più attuale per le ragioni indicate in precedenza, si potrebbe, da un lato, escludere dalla definizione di "società emittenti strumenti finanziari diffusi" di cui al nuovo art. 2325-*ter* del codice civile non solo – come è già previsto – gli emittenti italiani quotati in mercati regolamentati italiani, ma anche gli emittenti italiani con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione, e, dall'altro, includere invece nella definizione di "società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio" (c.d. società aperte) di cui all'articolo 2325-*bis* del codice civile non solo – come è già previsto – le società con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse tra il pubblico in misura rilevante, ma anche le società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione.».

società aperte anche quelle che negozino i loro titoli sui sistemi multilaterali di negoziazione.

III.1.6. La nozione di emittenti obbligazioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante ai sensi del nuovo articolo 2325-ter del Codice civile.

L'articolo 2325-ter, al quarto comma⁴⁰⁶, ha introdotto nel Codice civile la nozione di emittenti obbligazioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante, eliminando in questo modo, il contrasto venutosi a creare tra la previsione dell'articolo 2325-bis e quella di cui all'articolo 116 del Testo Unico di Finanza e, per il suo tramite, dell'articolo 2-bis Reg. Emittenti.

La discrasia formatasi tra i due testi normativi, e quindi tra le norme codicistiche e quelle regolamentari, ha spinto verso una rinnovata organicità.

Non esistevano, infatti, all'infuori di questo caso specifico, modelli di società non richiamati dalle disposizioni del Libro V, perciò, si è correttamente riportata la nozione all'interno Codice civile.

È appena il caso di chiarire che sarebbe stato più coerente includere la definizione degli emittenti diffusi che si rivolgono al capitale di debito in un articolo differente rispetto a quello volto a specificare la nozione di emittenti facenti ricorso al capitale di rischio individuati all'articolo precedente.

A differenza di quanto osservato in tema di emittenti aperti non quotati, nel caso che qui occorre, il legislatore ha meramente trasposto quanto per essi previsto all'articolo 2-bis, ultimo comma, del Regolamento⁴⁰⁷.

Nonostante, come già chiarito nel corso dei precedenti capitoli, la definizione abbia subito dei mutamenti nel corso del tempo, non sono stati ad essa estesi rigidi parametri sia quantitativi che qualitativi simili a quelli previsti per le società con azioni diffuse.

Al pari di quanto già osservato per la definizione prevista al primo comma dell'articolo 2325-ter del Codice civile, anche in questo caso la portata della norma è limitata ai soli

⁴⁰⁶ Ai sensi del quarto comma dell'art. 2325-ter del Codice civile: «Sono emittenti obbligazioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani di obbligazioni, anche relative a diverse emissioni in corso, di valore nominale complessivamente non inferiore a 5 milioni di euro e con un numero di obbligazionisti superiore a cinquecento.»

⁴⁰⁷ Ai sensi del quarto comma dell'art. 2-bis Reg. Emittenti: «Sono emittenti obbligazioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani di obbligazioni, anche relative a diverse emissioni in corso, di valore nominale complessivamente non inferiore a 5 milioni di euro e con un numero di obbligazionisti superiore a cinquecento.»

emittenti italiani, non essendo possibile estenderla a quelle società estere, anche se aventi sede legale in uno dei Paesi UE, che pure rispetterebbero i criteri quantitativi previsti dalla legge.

Sul punto, in modo pressoché lineare, si richiede che il valore nominale complessivo delle emissioni obbligazionarie in corso sia almeno pari a cinque milioni di euro e che i sottoscrittori o gli acquirenti delle medesime siano in numero superiore a cinquecento.

Pertanto, giova notare che in questa peculiare ipotesi si sia dato risalto all'elemento che più di ogni altro riesce a identificare l'effettivo grado di circolazione degli strumenti, cioè il numero degli obbligazionisti presso i quali sono diffusi i valori mobiliari che ammontano ad un determinato valore nominale ritenuto rilevante.

Per questa peculiare fattispecie non è mai stato attribuito risalto all'autonomia dell'emittente che, intanto avrebbe potuto qualificarsi come tale, in quanto si fossero configurati gli oggettivi elementi quantitativi che la costituiscono.

Se è del tutto evidente l'impossibilità di sovrapporre le società per azioni di base alle emittenti in esame, è del pari corretto dubitare della loro effettiva chiusura. In linea di massima, infatti, esse non assumono rilievo ai fini dell'articolo 2325-*bis* c.c., però si può notare la mancanza di una limitazione che impedisca loro di quotarsi sui mercati regolamentati.

Infatti, a differenza di quanto richiesto dal primo comma, in base al quale gli emittenti azioni diffuse non possono essere quotati sui mercati regolamentati italiani, astrattamente una società quotata può al contempo emettere obbligazioni di valore nominale e tra un numero di obbligazionisti significativi ai sensi dell'articolo 2325-*ter* c.c., quarto comma. Fermo restando che, nel vigore degli obblighi oggi abrogati, una società già quotata che avesse potuto qualificarsi anche come emittente obbligazioni diffuse non sarebbe stata destinataria di un regime normativo diverso da quello ad essa già applicato⁴⁰⁸; allo stato attuale, venuta meno la potestà regolamentare – *ex art. 116 T.u.f.* – della Commissione, non troverebbero applicazione neanche gli articoli dal 108 al 112 del Capo VI del Regolamento né gli obblighi informativi posti a tutela del pubblico.

Del resto, analoghe considerazioni possono essere svolte nei confronti delle società aperte non quotate, per le quali, a loro volta, non è previsto nessun limite relativo all'emissione

⁴⁰⁸ Fatta eccezione per le disposizioni peculiari contenute agli articoli 108 ss. del Regolamento Emittenti e disciplinate unicamente per gli emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante.

di obbligazioni che possa far loro assumere anche la qualifica di emittenti obbligazioni diffuse, ai sensi del quarto comma citato⁴⁰⁹. Ad ogni modo, anche in questo caso non si registrerebbe nessuna variazione della disciplina di legge per esse prevista. Lo stesso non potrebbe dirsi nell'ipotesi in cui una società che emetta obbligazioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante venga ad assumere, ai sensi del comma sesto dell'articolo 2325-ter c.c.⁴¹⁰, anche la qualifica di emittente azioni diffuse.

Infatti, in tale peculiare ipotesi, acquisendo lo *status* di cui all'articolo 2325-bis c.c., si passerebbe dal regime normativo previsto per il modello di base ordinario a quello delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e ne verrebbe applicato il relativo statuto.

Da qui ne discende che, ai fini del modello intermedio degli emittenti che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio rilevi unicamente la diffusione delle azioni e non anche degli altri strumenti finanziari, tra cui si annoverano le obbligazioni.

Gli strumenti del capitale di debito, nonché quelli rilevanti ai sensi dell'elencazione di cui alla Sezione C dell'Allegato 1 del T.u.f., non assumono alcun valore per l'articolo 2325-bis, neanche qualora attribuiscono diritti simili a quelli «propri delle azioni, pure senza essere formalmente qualificabili come tali⁴¹¹».

In passato non è mancato chi⁴¹², in dottrina, ha avanzato dubbi circa la legittimità costituzionale dell'articolo 2325-bis cod. civ., il quale consentiva alle società diffuse non

⁴⁰⁹ Come dimostrano gli Elenchi CONSOB, due società con azioni diffuse (Banca Popolare di Puglia e Basilicata e la Banca Popolare S. Angelo SCPA) sono considerate anche emittenti obbligazioni diffuse. *Cfr* Cap. I.

⁴¹⁰ Ai sensi dell'articolo 2325-ter, 6° comma, e in modo non dissimile dalla previsione contenuta all'articolo 108 del regolamento Emittenti: «Gli emittenti si considerano emittenti strumenti finanziari diffusi dall'inizio dell'esercizio sociale successivo a quello nel corso del quale si sono verificate le condizioni previste dal presente articolo fino alla chiusura dell'esercizio sociale in cui è stato accertato il venir meno di tali condizioni.»

⁴¹¹ *Cfr* M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta di risparmio tra il pubblico*, *Riv. dir. comm.*, CIII, I, Padova, 2005, p. 483: «Infatti, nel caso in cui ad essere diffusi tra il pubblico in misura notevole siano altri strumenti finanziari riconducibili alla raccolta di capitale di rischio, diversi dalle azioni, la società emittente non entra nello scalino delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, ma continua ad essere una società “chiusa”[...], d'altro canto, nella prospettiva dell'autonomia statutaria, possono essere anche configurati [strumenti finanziari] sul piano dei diritti attribuiti in modo assai vicino a quelli propri delle azioni, pure senza essere formalmente qualificabili come tali. Sul punto, *cfr* A. BLANDINI, *ult. op. cit.*, nonché P. MARCHETTI, *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, *Riv. soc.*, XLV, Milano, 2000.

⁴¹² M. MIOLA, *ult. op. cit.*, p. 483: «Tanto è vero che si potrebbe anche dubitare della legittimità costituzionale di questa norma, in quanto consente alle società “chiuse”, continuando ad essere disciplinate come tali e ad essere dotate di un capitale sociale assai ridotto, di procurarsi il rimanente fabbisogno finanziario mediante l'emissione di strumenti finanziari negoziabili sul mercato dei capitali [...] ma senza che ai relativi sottoscrittori sia consentito di usufruire di quel più accentuato sistema di tutela [...] previsto come obbligatorio per l'ipotesi in cui ad essere diffuse sul mercato siano le azioni.»

aperte di finanziarsi tramite l'emissione di strumenti diversi dalle azioni senza garantire agli investitori la tutela prevista per gli altri emittenti.

Tale profilo appariva, però, giustificato nella vigenza dell'articolo 116 che estendeva le previsioni sulla *disclosure* societaria anche agli emittenti obbligazioni diffuse, senza che, però, fosse stato garantito coordinamento con le disposizioni codicistiche⁴¹³.

Oggi, invece, caduti i doveri informativi nei confronti degli investitori, la questione appare indubbiamente più sfumata e meno rilevante. Tanto per l'una quanto per l'altra categoria qui considerata, infatti, non è stata confermata l'estensione della disciplina applicabile alle società quotate e contenuta al D.lgs 58/1998.

Come si avrà modo di illustrare nel successivo paragrafo, gli statuti, composti oggi unicamente da previsioni codicistiche, sono stati sottoposti a significativi mutamenti.

Per quel che riguarda le società diffuse che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, esse sono sottoposte a disposizioni in parte comuni a quelle che regolano gli emittenti quotati sui mercati regolamentati, oltretutto dagli articoli che governano le s.p.a di base e, quindi, gli emittenti obbligazioni diffuse, laddove applicabili⁴¹⁴.

III.2 IL NUOVO STATUTO DEGLI EMITTENTI STRUMENTI FINANZIARI DIFFUSI FRA IL PUBBLICO IN MISURA RILEVANTE. IL TESTO UNICO DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA.

III.2.1. Le modifiche al Testo Unico e al Codice civile. Nuovi statuti per gli emittenti diffusi. Brevi cenni introduttivi.

L'entrata in vigore della legge 21/2024, oltre ad aver ridefinito, in parte riprendendo le previsioni regolamentari, le rispettive nozioni dei due emittenti diffusi, ne ha, tramite molteplici modifiche ai testi di legge di riferimento, ridisegnato la disciplina.

⁴¹³ M. MIOLA, *ult. op. cit.*, p. 484: «Questa disparità è tanto più evidente, se si considera che gli strumenti finanziari diversi dalle azioni, diffusi tra il pubblico in misura notevole, verrebbero comunque sottoposti alla disciplina dell'informazione societaria, come disposto dall'art. 116 T.U.F., norma che per prima ha introdotto la menzionata categoria degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura notevole, e che per l'appunto non ha inteso restringere la propria applicazione alle sole azioni.». Giova, però, precisare che per quanto la disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi non fosse e non sia limitata alle sole azioni, essa non ricomprende ogni strumento finanziario, limitandosi al novero delle sole azioni e obbligazioni, *cfr.*, sul punto, A. BLANDINI, *ult. op. cit.*

⁴¹⁴ Sugli strumenti finanziari si veda G. BRANCADORO, *Strumenti finanziari e mercato mobiliare*, in B. LIBONATI – P. FERRO-LUZZI (a cura di), *Quaderni romani di diritto commerciale*, 9, Milano, 2005.

Le modifiche apportate a dodici articoli del Testo Unico e a due del Codice civile, oltre all'introduzione del 2325-ter c.c. hanno sensibilmente inciso sugli statuti in vigore.

Essi, infatti, si caratterizzavano, in modo non così difforme da quanto previsto per gli emittenti quotati, per essere regolati dal Codice civile, dal Testo Unico e dal Regolamento Emittenti. Norme primarie generali e speciali, da un lato, e fonte regolamentare, dall'altro, rispondevano all'esigenza di garantire agli investitori di strumenti finanziari non quotati una tutela non dissimile rispetto a quella disegnata per gli investimenti in titoli quotati⁴¹⁵, nonché di prevedere disposizioni comuni alle società di cui al primo comma dell'articolo 2325-bis c.c.

Tale raccordo tra il diritto dei mercati e il diritto societario⁴¹⁶ è venuto meno, in quanto l'abrogazione delle norme imperative del Testo Unico ha fatto cadere la *ratio* della tutela appena descritta.

Se, da un lato, infatti, sarebbe stato ben possibile non intervenire sugli obblighi informativi, prevedendo un accesso al modello su base meramente quantitativa, oppure abrogarli solo in parte ovvero, ancora, introdurre una disciplina *ad hoc* che non fosse frutto di una mera estensione dei doveri previsti per gli emittenti quotati, così da non incidere sull'ambito della *disclosure*, il legislatore ha ritenuto opportuno eliminare sia i parametri volontaristici di accesso sia tutte le disposizioni riguardanti l'informazione societaria.

La drasticità adoperata sembra svuotare di contenuto un modello costruito non solo per incentivare l'ammissione alle quotazioni, ma anche per anticipare la protezione degli investitori ad un momento ad essa antecedente.

Fermi tali brevi cenni introduttivi, la trattazione che segue sarà incentrata prevalentemente sulle disposizioni del Testo Unico abrogate.

⁴¹⁵ G. D. MOSCO, *ult. op. cit.*, p. 866: «La previsione di questa categoria, che ha assunto il ruolo di una sorta di avanguardia della nuova figura intermedia di s.p.a. nella riforma, risponde a una duplice esigenza. In primo luogo vi è la volontà di addolcire il salto tra la disciplina delle normali società per azioni e quella, divenuta più stringente, delle quotate, così da evitare che quest'ultima divenga un disincentivo alla quotazione. Secondariamente, si vuole garantire sotto il profilo informativo una tutela equivalente agli investitori in titoli negoziati o non negoziati, ma comunque diffusi.»

⁴¹⁶ Cfr A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse*, Roma, 2004.

III.2.2. Le modifiche al Testo Unico di finanza.

La legge 21/2024, oltre ad aver abrogato l'articolo 116 e, per il tramite di ciò, reso inapplicabili agli emittenti diffusi gli articoli 114 e 115 nei commi ivi indicati⁴¹⁷, da un lato, e le relative disposizioni del Regolamento Emittenti, dall'altro⁴¹⁸, ha modificato organicamente gli assetti del Testo Unico, la cui portata non si estende più alle società diverse da quelle quotate nei mercati regolamentati.

Inoltre, tramite l'abrogazione della lettera a)⁴¹⁹ dell'articolo 19-*bis*⁴²⁰ del D.lgs 39/2010, la quale sottoponeva le società in esame alla disciplina del c.d. "regime intermedio"⁴²¹,

⁴¹⁷ C. RABITTI BEDOGNI, *sub artt. 113-116*, in C. RABITTI BEDOGNI, *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria*, Milano, 1998, p.627: «L'art. 116 introduce una novità di assoluto rilievo, in quanto prevede l'estensione delle disposizioni di cui agli articoli 114 e 115 sopra commentati ("comunicazioni al pubblico" e "comunicazioni alla CONSOB"), anche agli emittenti strumenti finanziari che, ancorché non quotati in mercati regolamentati italiani, siano diffusi tra il pubblico in misura rilevante. Sostanzialmente anticipa, così, il momento iniziale da cui sorgono gli obblighi di assoggettamento agli adempimenti a quello dell'effettuazione dell'appello al pubblico risparmio.».

⁴¹⁸ In merito alla portata e alle modifiche degli articoli 116, 114 e 115 T.U.F., da un lato, e dell'art. 2-*bis*, dall'altro, si rinvia a quanto esposto *supra* Cap. I.

⁴¹⁹ Ai sensi del secondo comma dell'articolo 4 della l. 21/2024: «All'articolo 19-*bis*, comma 1, del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39, la lettera a) è abrogata.».

⁴²⁰ Ai sensi della versione previgente dell'articolo 19-*bis*, *lett. a)*, del D.lgs 39/2010: «Sono enti sottoposti a regime intermedio: a) le società emittenti strumenti finanziari, che, ancorché non quotati su mercati regolamentati, sono diffusi tra il pubblico in maniera rilevante.».

⁴²¹ Dispone l'articolo 19-*ter* del D.lgs 39/2010: «Ferma restando l'applicazione delle disposizioni di cui al presente decreto relative alla revisione di enti diversi dagli enti di interesse pubblico, ai revisori degli enti sottoposti a regime intermedio si applicano altresì le disposizioni di cui: a) all'articolo 17 del presente decreto; b) all'articolo 4, paragrafi 1 e 2, all'articolo 5, paragrafi 1 e 5, all'articolo 6, paragrafo 1 e agli articoli 7, 8, 12 e 17 del Regolamento europeo.».

non è più ad esse applicabile quanto indicato all'articolo 17⁴²² del decreto, avente ad oggetto i requisiti di indipendenza dell'organo di revisione, alla cui lettura si rinvia⁴²³.

Tale modificazione va, però, coordinata con il disposto del settimo comma dell'articolo 2325-*ter* del Codice civile⁴²⁴, il quale prevede che gli emittenti strumenti finanziari diffusi, qualora, non essendo tenuti alla redazione del bilancio consolidato, intendano affidare la funzione di revisione al collegio sindacale⁴²⁵, composto unicamente da soggetti

⁴²² L'articolo 17 del D.lgs 39/2010 dispone quanto segue: «L'incarico di revisione legale ha la durata di nove esercizi per le società di revisione e di sette esercizi per i revisori legali. Esso non può essere rinnovato o nuovamente conferito se non siano decorsi almeno quattro esercizi dalla data di cessazione del precedente incarico. Fermo restando il rispetto delle disposizioni degli articoli 10 e 10-bis ed in ottemperanza ai principi stabiliti dalla direttiva 2006/43/CE, come modificata dalla direttiva 2014/56/UE, la Consob stabilisce con regolamento le situazioni che possono compromettere l'indipendenza del revisore legale, della società di revisione legale e del responsabile chiave della revisione di un ente di interesse pubblico, nonché le misure da adottare per rimuovere tali situazioni. I revisori legali, le società di revisione legale e le entità appartenenti alla loro rete, i soci, gli amministratori, i componenti degli organi di controllo e i dipendenti della società di revisione legale devono rispettare i divieti di cui all'articolo 5, paragrafo 1, del Regolamento europeo. L'incarico di responsabile chiave della revisione dei bilanci non può essere esercitato da una medesima persona per un periodo eccedente sette esercizi sociali, né questa persona può assumere nuovamente tale incarico, neppure per conto di una diversa società di revisione legale, se non siano decorsi almeno tre anni dalla cessazione del precedente. Il revisore legale o il responsabile chiave della revisione che effettua la revisione per conto di una società di revisione legale non può rivestire cariche sociali negli organi di amministrazione e controllo dell'ente che ha conferito l'incarico di revisione né può prestare lavoro autonomo o subordinato in favore dell'ente stesso svolgendo funzioni dirigenziali di rilievo, se non sia decorso almeno un biennio dal momento in cui abbia cessato la sua attività in qualità di revisore legale o di responsabile chiave della revisione in relazione all'incarico. Tale divieto è esteso anche ai dipendenti e ai soci, diversi dai responsabili chiave della revisione, del revisore legale o della società di revisione legale, nonché a ogni altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo del revisore legale o della società di revisione legale, nel caso in cui tali soggetti siano abilitati all'esercizio della professione di revisore legale, per il periodo di un biennio dal loro diretto coinvolgimento nell'incarico di revisione legale. Coloro che siano stati amministratori, componenti degli organi di controllo, direttori generali o dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari presso un ente di interesse pubblico non possono esercitare la revisione legale dei bilanci dell'ente né delle società dallo stesso controllate o che lo controllano, se non sia decorso almeno un biennio dalla cessazione dei suddetti incarichi o rapporti di lavoro. Il divieto previsto all'articolo 2372, quinto comma, del codice civile si applica anche al revisore legale o alla società di revisione legale ai quali sia stato conferito l'incarico di responsabile chiave della revisione.».

⁴²³ *Cfr.*, in merito alla disciplina previgente, M. POMPILI, *ult. op. cit.*, p. 732: «Sotto il versante delle leggi speciali, a venire in considerazione è invece la significativa disciplina [...] parimenti significativa, in materia di revisione legale dei conti prevista dalle leggi speciali per gli *enti sottoposti a regime intermedio*, tra i quali si annoverano (a seguito della scelta operata dal d.lgs 17 luglio 2016, n. 135) le società emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante (art. 19-*bis*, 1° comma, d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39)», nonché, p. 732, nota (41): «Disciplina un tempo contenuta agli artt. 155 ss. t.u.f. nella sezione VII del capo II del titolo III della parte IV, ed estesa, ad eccezione, si noti, degli artt. 157 e 158 t.u.f., alle società con azioni diffuse (art. 116, 2° comma, t.u.f.), che adesso risulta in gran parte abrogata.».

⁴²⁴ Ai sensi dell'articolo 2325-*ter*, settimo comma: «Nel caso previsto dall'articolo 2409-*bis*, secondo comma, si applica alla società di revisione l'articolo 155, comma 2, del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.»

⁴²⁵ L'articolo 2409-*bis* del Codice civile, il cui primo comma impone che la revisione legale sia affidata ad un revisore o ad una società iscritti in un apposito registro, dispone, al secondo comma, come segue: «Lo statuto delle società che non siano tenute alla redazione del bilancio consolidato può prevedere che la revisione legale dei conti sia esercitata dal collegio sindacale. In tale caso il collegio sindacale è costituito da revisori legali iscritti nell'apposito registro.».

iscritti nel registro dei revisori, sono destinatarie della disciplina prevista al secondo comma dell'articolo 155 del Testo unico⁴²⁶. Quest'ultima impone al revisore legale o alla società di revisione di informare senza indugio la Consob e l'organo di controllo dei fatti censurabili di cui sia venuto a conoscenza nello svolgimento della propria attività.

III.2.2.1. Art. 83-*sexies*

Ferma l'abrogazione della disciplina della *disclosure* sulle informazioni «privilegiate», l'articolo 4 dispone la modifica, consistente nella soppressione di qualsiasi riferimento agli emittenti *ex art. 2325-ter c.c.*, di altri 11 articoli del Testo Unico recanti norme applicabili alle società quotate e che sono di seguito brevemente passati in rassegna.

In primo luogo, sono state apportate modifiche al terzo comma dell'articolo 83-*sexies*⁴²⁷, recante disposizioni in merito al diritto di intervento in assemblea e all'esercizio del diritto di voto. La norma, disciplinando il sistema della *c.d. record date*, mira a circoscrivere i soggetti legittimati all'esercizio del potere di voto in assemblea a quelli risultanti dalle evidenze comunicate dall'intermediario all'emittente ad una determinata data contabile – la settima giornata contabile di mercato aperto, per le società le cui azioni siano quotate sui mercati regolamentati o negoziate sugli MTF – antecedente a quella dell'assemblea. Considerato il rilievo attribuito dalla norma alla sola legittimazione al voto, sono riconosciuti agli azionisti, in favore dei quali sia stata rivolta la comunicazione all'emittente, tutti i poteri connessi dalla legge alla titolarità delle partecipazioni sociali.

⁴²⁶ Ai sensi del secondo comma dell'articolo 155 del Testo unico di finanza: «Il revisore legale o la società di revisione legale informano senza indugio la Consob e l'organo di controllo dei fatti ritenuti censurabili rilevati nello svolgimento dell'attività di revisione legale sul bilancio d'esercizio e consolidato.»

⁴²⁷ Ai sensi dei primi tre commi dell'art. 83-*sexies*, nella versione previgente: «La legittimazione all'intervento in assemblea e all'esercizio del diritto di voto è attestata da una comunicazione all'emittente, effettuata dall'intermediario, in conformità alle proprie scritture contabili, in favore del soggetto a cui spetta il diritto di voto. Per le assemblee dei portatori di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione con il consenso dell'emittente nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di altri Paesi dell'Unione europea, la comunicazione prevista al comma 1 è effettuata dall'intermediario sulla base delle evidenze dei conti indicati all'articolo 83-*quater*, comma 3, relative al termine della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea. Le registrazioni in accredito o in addebito compiute sui conti successivamente a tale termine non rilevano ai fini della legittimazione all'esercizio del diritto di voto nell'assemblea. Ai fini della presente disposizione si ha riguardo alla data della prima convocazione purché le date delle eventuali convocazioni successive siano indicate nell'unico avviso di convocazione; in caso contrario si ha riguardo alla data di ciascuna convocazione. Per le assemblee diverse da quelle indicate al comma 2, lo statuto può richiedere che gli strumenti finanziari oggetto di comunicazione siano registrati nel conto del soggetto a cui spetta il diritto di voto a partire da un termine prestabilito, eventualmente prevedendo che essi non possano essere ceduti fino alla chiusura dell'assemblea. Con riferimento alle assemblee dei portatori di azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante il termine non può essere superiore a due giorni non festivi. Qualora lo statuto non impedisca la cessione degli strumenti finanziari, l'eventuale cessione degli stessi comporta l'obbligo per l'intermediario di rettificare la comunicazione precedentemente inviata.»

Infatti, le azioni ben potrebbero essere cedute in tutto o in parte, ma con la precisazione che al cessionario saranno garantiti tutti i diritti, eccetto il voto in assemblea inderogabilmente attribuito all'azionista risultante alla *record date*⁴²⁸. Il secondo comma della norma in esame limita l'applicabilità *ex lege* unicamente alle assemblee di quei soggetti ammessi alla negoziazione con il «consenso dell'emittente», a cui vanno contrapposte quelle indicate al terzo comma. L'abrogazione intervenuta con la legge "Capitali" ha escluso dal novero le società con azioni diffuse, allo statuto delle quali non è più rimessa la scelta tra l'applicazione della regola indicata all'art. 83-*sexies* – sebbene con un termine non superiore a due giorni non festivi –, con eventuale divieto di cessione sino alla data prevista per la convocazione dell'assemblea, e quanto disciplinato dall'art. 2370 del Codice civile⁴²⁹, il cui secondo comma garantisce alle società con azioni diffuse, pur in assenza di una gestione accentrata, la possibilità di richiedere il preventivo deposito delle azioni entro un termine non superiore a due giorni non festivi dalla data di convocazione⁴³⁰.

La modifica appena descritta, escludendo l'applicabilità della *record date* agli emittenti aperti intermedi, ha, nei fatti, limitato le alternative all'accertamento della titolarità direttamente in assemblea, *ex art. 2370 c.c.*, comma 1°, ovvero tramite l'anticipazione di tale fase al secondo giorno non festivo ad essa antecedente, ma con l'inibizione dei poteri di cessione dei depositanti sino all'adozione della delibera.

⁴²⁸ Sul punto, *cf.* A.V. GUCCIONE, *sub artt. 79-90*, in F. VELLA (a cura di) *Commentario T.U.F. Decreto legislativo 24 febbraio, n. 58 e successive modificazioni*, Tomo 2, Torino, 2010, p. 851: «In primo luogo, considerato che l'irrelevanza delle registrazioni successive al termine indicato nell'art. 83-*sexies* viene prevista ai "fini della legittimazione all'esercizio del diritto di voto in assemblea", sembra possibile affermare che ai fini dell'esercizio degli altri diritti connessi alla qualità di azionista continua a rilevare l'evidenza contabile al momento in cui il diritto viene esercitato, oltre ad essere la legittimazione soggetta alle regole generali e speciali in precedenza ricordate.»

⁴²⁹ A.V. GUCCIONE, *ult. op. cit.*, p. 852: «La legge lascia quindi a queste società la libertà di scegliere, attraverso lo statuto, tre possibili regimi: a) lasciare operare la regola generale prevista dall'art. 2370, comma I, c.c., per cui possono intervenire in assemblea coloro ai quali spetta il diritto di voto, procedendo al relativo accertamento al momento dell'apertura dell'assemblea, essendo la comunicazione dell'intermediario possibile anche in tale momento (art. 83-*sexies*, comma 4, secondo periodo); b) "richiedere che le azioni oggetto di comunicazione siano registrate nel conto del soggetto a cui spetta il diritto di voto a partire da un termine prestabilito", che nelle società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante "non può essere superiore a due giorni non festivi" (art. 83-*sexies*, comma 3, secondo periodo); c) richiedere, in aggiunta alla registrazione a partire da un termine prestabilito, "che esse non possano essere cedute fino alla chiusura dell'assemblea"».

⁴³⁰ Ai sensi del secondo comma dell'articolo 2370 del Codice civile: «Lo statuto delle società le cui azioni non sono ammesse alla gestione accentrata, può richiedere il preventivo deposito delle azioni presso la sede sociale o presso le banche indicate nell'avviso di convocazione, fissando il termine entro il quale debbono essere depositate ed eventualmente prevedendo che non possano essere ritirate prima che l'assemblea abbia avuto luogo. Qualora le azioni emesse dalle società indicate al primo periodo siano diffuse fra il pubblico in misura rilevante il termine non può essere superiore a due giorni non festivi.»

III.2.2.2. Art. 102

L'articolo 102 del Testo Unico di Finanza, modificato dalla legge "Capitali", ha per oggetto la disciplina che regola la comunicazione alla Consob e il documento d'offerta, nonché i termini assegnati per la presentazione dei medesimi, qualora venga proposta un'offerta pubblica di acquisto o di scambio.

La *ratio* ad esso sottesa, tramite l'assolvimento di specifici oneri informativi, è volta a svolgere una funzione tanto di micro-tutela dei singoli investitori quanto macroeconomica, che assicuri l'«efficienza allocativa del mercato», ponendo i titolari, previamente informati, nelle condizioni di compiere la scelta più giusta ed economicamente più conveniente⁴³¹.

Una volta presentata la comunicazione e dopo che l'Autorità ne abbia definito contenuto e modalità di pubblicazione, i termini entro cui l'offerta vada lanciata, presentando il documento d'offerta, il cui procedimento di approvazione è sottoposto a una valutazione sull'idoneità di garantire ai destinatari di pervenire a un «fondato giudizio sull'offerta⁴³²», sono fissati *ex lege* in non oltre venti giorni dalla comunicazione.

Successivamente, la Commissione è chiamata a pronunciarsi⁴³³, tramite un provvedimento che non si estende anche a un vaglio di veridicità sui dati indicati nel documento, entro quindici giorni dalla presentazione, che, a seguito dell'approvazione dell'articolo 4 della legge 21/2024⁴³⁴, si raddoppiano nel caso in cui l'offerta riguardi azioni non quotate o negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione⁴³⁵.

⁴³¹ F. M. MUCCIARELLI, *sub art. 102*, in F. VELLA (a cura di) *Commentario ult. cit.*, p. 1017: «Questa disciplina non ha solo una funzione «micro» di protezione del singolo investitore, bensì si prefigge anche un obiettivo macroeconomico, perché solo con tempi e informazioni adeguati i titolari dei prodotti finanziari oggetto dell'opa compiranno la scelta migliore (ossia venderanno solo se il prezzo è vantaggioso e corretto) col risultato di assicurare l'efficienza allocativa del mercato.»

⁴³² F. MUCCIARELLI, *ult. op. cit.*, pp. 1018-1019: «La Consob approva il documento se questo "è idoneo a consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta". La Consob non è tenuta a vagliare la verità delle affermazioni compiute nel documento così come nel prospetto informativo) ma solo a valutarne la completezza e l'assenza di evidenti falsità o irregolarità.» *Cfr.*, sul punto, C. MOSCA, *sub art. 102*, in P. MARCHETTI – L.A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel Tuf. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Vol. I, Milano, 1999, pp 182 ss.

⁴³³ La mancanza di un provvedimento espresso entro i termini comporta la costituzione di una fattispecie di silenzio-assenso, ai sensi del quarto comma dell'articolo 102 T.U.F.

⁴³⁴ Così dispone l'articolo 4 della legge 21/2024: «[All'] articolo 102, comma 4, le parole: "o diffusi tra il pubblico ai sensi dell'articolo 116" sono sostituite dalle seguenti: "o negoziati in sistemi multilaterali di negoziazione"».

⁴³⁵ Il quarto comma dell'articolo 102 t.u.f. disponeva, nella previgente versione, come segue: «Entro quindici giorni dalla presentazione del documento d'offerta, la Consob lo approva se esso è idoneo a consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta. Con l'approvazione la Consob può indicare all'offerente informazioni integrative da fornire, specifiche modalità di pubblicazione del

La soppressione dei riferimenti alle azioni diffuse è dovuta, da un lato, all'inapplicabilità del secondo comma dell'articolo 2-*bis* che contemplava espressamente l'ipotesi in cui le azioni avessero rappresentato il corrispettivo di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, e, dall'altro, alla formulazione della definizione di cui al primo comma dell'articolo 2325-*ter* c.c. Infatti, essendo espressamente sancito che le società con azioni diffuse sono tutte quelle società che, rispettati determinati parametri, non sono quotate sui mercati regolamentati italiani, non era necessaria alcuna specificazione di sorta in merito alla diffusione.

Pertanto, la previsione relativa al fatto che il termine si raddoppi per le azioni non quotate è di per sé esaustiva, essendo, infatti, in esse ricomprese anche quelle diffuse.

III.2.2.3. Art. 114-*bis*

Il legislatore ha, inoltre, proceduto a modificare i primi due commi dell'articolo 114-*bis* che, nella vigenza del regime *pre-riforma*, estendevano la disciplina dei piani di compensi anche agli emittenti strumenti finanziari diffusi ⁴³⁶*ex art. 116*, oggi abrogato.

documento d'offerta nonché particolari garanzie da prestare. Il termine è di trenta giorni per le offerte aventi ad oggetto o corrispettivo prodotti finanziari non quotati o diffusi tra il pubblico ai sensi dell'articolo 116. Qualora si renda necessario richiedere all'offerente informazioni supplementari, tali termini sono sospesi, per una sola volta, fino alla ricezione delle stesse. Tali informazioni sono fornite entro il termine fissato dalla Consob, comunque non superiore a quindici giorni. Nell'ipotesi in cui, per lo svolgimento dell'offerta, la normativa di settore richieda autorizzazioni di altre autorità, la Consob approva il documento d'offerta entro cinque giorni dalla comunicazione delle autorizzazioni stesse. Decorso il termine di cui al presente comma, il documento d'offerta si considera approvato.».

⁴³⁶ Ai sensi della previgente versione dei primi due commi dell'articolo 114-*bis*: « I piani di compensi basati su strumenti finanziari a favore di componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori non legati alla società da rapporti di lavoro subordinato, ovvero di componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori di altre società controllanti o controllate sono approvati dall'assemblea ordinaria dei soci. Nei termini e con le modalità previsti dall'articolo 125-*ter*, comma 1, l'emittente mette a disposizione del pubblico la relazione con le informazioni concernenti: a) le ragioni che motivano l'adozione del piano; b) i componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione della società, delle controllanti o controllate, che beneficiano del piano; b-*bis*) le categorie di dipendenti o di collaboratori della società e delle società controllanti o controllate della società, che beneficiano del piano; c) le modalità e le clausole di attuazione del piano, specificando se la sua attuazione è subordinata al verificarsi di condizioni e, in particolare, al conseguimento di risultati determinati; d) l'eventuale sostegno del piano da parte del Fondo speciale per l'incentivazione della partecipazione dei lavoratori nelle imprese, di cui all'articolo 4, comma 112, della legge 24 dicembre 2003, n. 350; e) le modalità per la determinazione dei prezzi o dei criteri per la determinazione dei prezzi per la sottoscrizione o per l'acquisto delle azioni; f) i vincoli di disponibilità gravanti sulle azioni ovvero sui diritti di opzione attribuiti, con particolare riferimento ai termini entro i quali sia consentito o vietato il successivo trasferimento alla stessa società o a terzi. Le disposizioni del presente articolo si applicano agli emittenti quotati e agli emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'articolo 116.».

La disposizione, che ha il merito di introdurre in Italia⁴³⁷ e di disciplinare le forme di partecipazione, tramite un compenso basato su strumenti finanziari, dei componenti gli organi di amministrazione, dei dipendenti o dei collaboratori non dipendenti dell'emittente o di società controllate o controllanti è oggi applicabile unicamente alle società di cui all'articolo 2325-*bis*, secondo comma, c.c.

Ciò non comporta il divieto per gli emittenti diffusi o per le altre s.p.a. di base di predisporre e attuare piani di compensi⁴³⁸, ma evita ai soggetti non quotati sui mercati regolamentati di soggiacere agli oneri informativi imposti dal Testo Unico.

L'ancoraggio di una parte variabile della remunerazione all'andamento degli strumenti finanziari ha l'indubbio vantaggio di incrementare la produttività e di ampliare il novero delle persone coinvolte nel perseguimento dell'interesse sociale, assolvendo anche una funzione fidelizzante nei confronti dei destinatari dei piani⁴³⁹.

A ciò, però, si aggiungono, per i soli emittenti quotati, esigenze di tutela del pubblico e di prevenzione di conflitti di interessi che giustificano un più severo regime di *disclosure*⁴⁴⁰.

⁴³⁷ M. PRESTIPINO, *sub artt. 114/2*, in F. VELLA *ult. op. cit.*, p. 1171: «L'art. 114-*bis*, Tuf è stato introdotto dalla «legge sulla tutela del risparmio» (l. n. 262 del 2005) e successivamente modificato dal d.lgs. n. 303 del 2006. Prima della menzionata novella mancava nel nostro ordinamento una norma primaria specificamente destinata alla disciplina dell'informazione da rendere al mercato in relazione all'adozione di piani di *stock options*.».

⁴³⁸ Così dispongono i primi due commi dell'articolo 2389 del Codice civile: «I compensi spettanti ai membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo sono stabiliti all'atto della nomina o dall'assemblea. Essi possono essere costituiti in tutto o in parte da partecipazioni agli utili o dall'attribuzione del diritto di sottoscrivere a prezzo predeterminato azioni di futura emissione.», nonché l'articolo 2349, in tema di c.d. *stock grant*, ai sensi del quale: «Se lo statuto lo prevede, l'assemblea straordinaria può deliberare l'assegnazione di utili ai prestatori di lavoro dipendenti delle società o di società controllate mediante l'emissione, per un ammontare corrispondente agli utili stessi, di speciali categorie di azioni da assegnare individualmente ai prestatori di lavoro, con norme particolari riguardo alla forma, al modo di trasferimento ed ai diritti spettanti agli azionisti. Il capitale sociale deve essere aumentato in misura corrispondente. L'assemblea straordinaria può altresì deliberare l'assegnazione ai prestatori di lavoro dipendenti della società o di società controllate di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso possono essere previste norme particolari riguardo alle condizioni di esercizio dei diritti attribuiti, alla possibilità di trasferimento ed alle eventuali cause di decadenza o riscatto.».

⁴³⁹ M. PRESTIPINO, *ult. op. cit.*, p. 1169: «L'adozione di piani di azionariato (o di piani di compensi basati su strumenti finanziari diversi dalle azioni) risponde ad una duplice esigenza: da un lato, garantire l'incentivazione dei destinatari ad una maggiore produttività e alla creazione di valore per gli azionisti, dall'altro, favorire la fidelizzazione di dipendenti e componenti dell'organo amministrativo attraverso forme di remunerazione idonee ad indurli a rifiutare eventuali offerte concorrenti.».

⁴⁴⁰ M. PRESTIPINO, *ult. op. cit.*, p. 1169: «Se, da un lato, l'adozione di piani di *stock options*, in quanto forma di remunerazione incentivante collegata alla *performance* dei destinatari del piano, può rappresentare un fattore positivo nella prospettiva dell'interesse degli azionisti alla massimizzazione del valore della partecipazione, dall'altro, tali piani presentano alcuni profili di rischio per gli azionisti stessi, in particolar modo quando sono basati su azioni.».

La novella ha deciso di rimuovere una previsione che, in modo eccessivamente severo, estendeva le esigenze di tutela degli investitori e del mercato a tutti gli emittenti rilevanti ai sensi dell'articolo 116 del Testo Unico, oltre che alle società di cui all'articolo 2325-*bis* c.c., anche qualora la remunerazione avesse avuto ad oggetto strumenti non oggetto di diffusione⁴⁴¹.

Ferma restando la necessità che l'approvazione del piano sia rimessa all'assemblea ordinaria – o straordinaria nel caso di *stock-grant* –, alla luce del rischio che il coinvolgimento degli amministratori ai risultati possa indurli ad agire per mero calcolo personale, la ridefinizione del modello ha imposto l'abrogazione di qualsiasi obbligo informativo in passato esteso anche alle società diffuse⁴⁴².

III.2.2.4. Art. 118

L'abrogazione dell'articolo 116 ha reso naturale abrogare⁴⁴³ anche il secondo comma dell'articolo 118 del T.U.F.⁴⁴⁴, la cui formulazione è riprodotta fedelmente dal quinto comma dell'articolo 2325-*ter* c.c.⁴⁴⁵.

La scelta operata dal legislatore è stata, dunque, guidata da valutazioni di ordine logico, essendo, infatti, volta ad eliminare qualsiasi fattore che potesse incidere sulla nozione della fattispecie, nonché sugli strumenti oggetto di diffusione.

Nel vigore del precedente impianto normativo definito dall'articolo 116 T.u.f., impostato sulla tutela degli investitori, l'esclusione degli strumenti emessi da banche o assicurazioni dal novero della disciplina sugli emittenti diffusi non fu esente da critiche da parte della dottrina⁴⁴⁶.

⁴⁴¹ M. PRESTIPINO, *op. ult. cit.*, p. 1173: «Nel caso in cui non tutti ma solo alcuni degli strumenti finanziari emessi da una società siano quotati o diffusi, si deve ritenere che la norma si applichi anche qualora i piani di compensi riguardino titoli non quotati né diffusi. [...] La conoscenza del piano da parte del mercato, infatti, può anche in questa ipotesi incidere sulla valutazione da parte del pubblico dei risparmiatori dei titoli quotati in esso non coinvolti [...]».

⁴⁴² Ai sensi dell'articolo 4., l. 21/2024, lettera c): «all'articolo] 114-*bis* [sono apportate le seguenti modificazioni]: 1) al comma 1, alinea, le parole: “I piani di compensi” sono sostituite dalle seguenti: “Negli emittenti quotati, i piani di compensi”; 2) il comma 2 è abrogato».

⁴⁴³ L'articolo 4 della l. 21/2024, primo comma, lettera e) dispone che: «[l'] articolo 118 [...] comma 2 è abrogato».

⁴⁴⁴ Ai sensi del secondo comma, oggi abrogato, dell'articolo 118 T.U.F.: «I commi 1 e 2 dell'articolo 116 non si applicano agli strumenti finanziari emessi dalle banche, diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni».

⁴⁴⁵ Il quarto comma dell'articolo 2325-*ter* recita come segue: «Le disposizioni dei commi precedenti non si applicano agli strumenti finanziari emessi dalle banche diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni.»

⁴⁴⁶ *Cfr* P. PISCITELLO, *sub art. 116*, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da) *Commentario al Tuf*, Torino, 2002.

Si sarebbe infatti, potuto creare un *vulnus* nella protezione⁴⁴⁷ che originava da un minor grado di trasparenza concesso agli istituti bancari e assicurativi⁴⁴⁸.

Escludere gli strumenti delle banche dal novero di quelli per i quali si giustificava il maggior grado di severità, in quanto, ancorché non negoziati, comunque diffusi in misura notevole tra il pubblico, rispondeva al fatto che esse, al momento dell'emissione, fossero già sottoposte alla vigilanza delle Autorità competenti⁴⁴⁹.

Nell'attuale quadro, la conferma dell'esenzione per tali strumenti, disposta dal Codice civile, risulta perfettamente in linea con il venir meno del regime di tutela informativa nei confronti dei risparmiatori anticipato alla fase della diffusione.

⁴⁴⁷ Cfr. G. TROVATORE, *sub art. 116*, in G. ALPA – F. CAPRIGLIONE (a cura di) *Commentario al Tuf*, p. 1076, in cui è riportata la Comunicazione CONSOB n. 97001035 del 5 febbraio 1997, in cui la Commissione avvertì sul pregiudizio che avrebbero potuto subire gli «investitori nella circostanza che titoli emessi da banche [fossero] ampiamente diffusi tra il pubblico senza essere oggetto di negoziazioni su un mercato regolamentato [e che ciò avrebbe dovuto imporre] di aumentare la trasparenza delle condizioni di negoziazione per i titoli per i quali non si richiede l'ammissione a quotazione». Sul punto, G. BOSI, *ult. op. cit.*, p. 1228, in cui riporta quanto riferito dal presidente della CONSOB, Tommaso Padoa-Schioppa, Schioppa, nel discorso al mercato finanziario in cui fu presentata relazione al Ministro del Tesoro, del Bilanci e della Programmazione economica, sull'attività della commissione per l'anno 1997 segnalò che «[i]n materia di trasparenza il Tesoro è esente da ogni obbligo di prospetto, anche semplificato, le obbligazioni bancarie e le polizze assicurative a contenuto finanziario. L'esigenza di norme siffatte si poneva in primo luogo per le obbligazioni bancarie, dove i controlli di trasparenza sono pressoché assenti; ma anche per i prodotti assicurativi a contenuto finanziario, dove gli obblighi oggi previsti non sono omogenei rispetto a prodotti simili. In entrambi i casi si è trascurato il fatto che l'obiettivo della stabilità affidato alle Autorità di settore può confliggere, e spesso confligge, con quello della trasparenza verso l'investitore. L'aver ottenuto un'esenzione da obblighi di informativa agli investitori conferisce l'illusione di un vantaggio, ma con il progredire della cultura del mercato potrebbe risolversi in un danno di credibilità.».

⁴⁴⁸ Così, G. BOSI, *sub art. 118*, in F. VELLA, *ult. op. cit.*, pp. 1228-1229: «L'area di esenzione, ad esempio, è stata ritenuta tale da attenuare il grado protezione degli investitori in assenza di apprezzabili giustificazioni. È parso, infatti, che in questo caso l'inapplicabilità non renda giustizia alla crescente complessità delle fattispecie di obbligazioni cc.dd. strutturate, che dunque richiede adeguate misure di trasparenza.».

⁴⁴⁹ T. DE VITIS, *Informazione societaria*, in C. RABITTI BEDOGNI (a cura di) *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998, pp. 628-629, in cui chiarisce che la: «scelta del legislatore, che ha ritenuto in questo modo di non porre eccessivi vincoli alla raccolta obbligazionaria delle banche, si spiega nel senso che la "raccolta" in tal modo realizzata rappresenta un momento essenziale ed assolutamente ordinario dell'attività bancaria, con un'operatività sottoposta al controllo di altre autorità, oltre che della Consob, pur senza trascurare che la tutela del risparmiatore andrebbe ricercata non solo nella fase di emissione del titolo, ma nella richiesta di emissione, posto che è proprio questo il momento in cui il risparmiatore diventa più vulnerabile.».

III.2.2.5. Art. 148-*bis*

Prima delle recenti modifiche⁴⁵⁰, l'articolo 148-*bis* t.u.f.⁴⁵¹ estendeva la disciplina dei limiti al cumulo degli incarichi anche agli emittenti strumenti finanziari diffusi.

La disposizione in commento nell'attribuire alla Consob la potestà regolamentare attinente ai limiti ai cumuli degli incarichi dei «componenti degli organi di controllo», intendeva interrompere la tendenza di attribuire allo stesso soggetto le funzioni di amministratore o sindaco in più emittenti⁴⁵² e che, nei fatti, depotenziava l'efficienza della vigilanza⁴⁵³.

La disciplina, oggi applicabile unicamente alle società quotate sui mercati regolamentati, è contenuta nella Sezione IV, Capo I, Titolo V-*bis* della Parte III del Reg. Emittenti (artt. 144-*duodecies* – 144-*quinquiesdecies*), in cui, in linea generale, viene imposto un limite massimo di cinque incarichi, e l'articolo 144-*terdecies*⁴⁵⁴ individua una soglia specifica parametrata al «peso differenziato ad ogni tipo di incarico⁴⁵⁵», determinato in base alla e

⁴⁵⁰ L'art. 4, comma 1, lett. f) della legge 21/2024 dispone che siano apportate le seguenti modificazioni: «all'articolo 148-*bis*: 1) al comma 1, le parole: “, nonché delle società emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'articolo 116,” sono soppresse; 2) al comma 2, le parole: “, nonché delle società emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'articolo 116,” sono soppresse».

⁴⁵¹ Tanto disponeva l'articolo 148-*bis* T.u.f., nella versione previgente: «Con regolamento della Consob sono stabiliti limiti al cumulo degli incarichi di amministrazione e controllo che i componenti degli organi di controllo delle società di cui al presente capo, nonché delle società emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'articolo 116, possono assumere presso tutte le società di cui al libro V, titolo V, capi V, VI e VII, del codice civile. La Consob stabilisce tali limiti avendo riguardo all'onerosità e alla complessità di ciascun tipo di incarico, anche in rapporto alla dimensione della società, al numero e alla dimensione delle imprese incluse nel consolidamento, nonché all'estensione e all'articolazione della sua struttura organizzativa. Fermo restando quanto previsto dall'articolo 2400, quarto comma, del codice civile, i componenti degli organi di controllo delle società di cui al presente capo, nonché delle società emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'articolo 116, informano la Consob e il pubblico, nei termini e modi prescritti dalla stessa Consob con il regolamento di cui al comma 1, circa gli incarichi di amministrazione e controllo da essi rivestiti presso tutte le società di cui al libro V, titolo V, capi V, VI e VII, del codice civile. La Consob dichiara la decadenza dagli incarichi assunti dopo il raggiungimento del numero massimo previsto dal regolamento di cui al primo periodo.».

⁴⁵² Così, L. BENATTI, *sub art. 148-bis*, in F. VELLA *ult. op. cit.*, p. 1605: «L'introduzione di tale limite ha lo scopo di rendere più efficiente la vigilanza dell'organo di controllo, dato che nella prassi si assisteva (e continua ad assistersi nelle società non soggette alla norma commentata) all'attribuzione ad uno stesso professionista di un numero di incarichi talmente elevato da rendere praticamente impossibile lo svolgimento dei compiti di vigilanza con la diligenza che la legge richiede.».

⁴⁵³ *Cfr.* P. MARCHETTI – P. MAGNANI, *sub art. 148*, in P. MARCHETTI – L.A. BIANCHI (a cura di) *La disciplina delle società quotate nel Tuf. Commentario al d.lgs 24 febbraio 1998*, n. 58, Milano, 1998, p. 1654.

⁴⁵⁴ Ai sensi dell'art. 144-*terdecies*, commi 1 e 2: «Non possono assumere la carica di componente dell'organo di controllo di un emittente coloro i quali ricoprono la medesima carica in cinque emittenti. Il componente dell'organo di controllo di un emittente può assumere altri incarichi di amministrazione e controllo presso le società di cui al Libro V, Titolo V, Capi V, VI e VII del codice civile, nel limite massimo pari a sei punti risultante dall'applicazione del modello di calcolo contenuto nell'Allegato 5-*bis*, Schema 1, salvo che ricopra la carica di componente dell'organo di controllo in un solo emittente.».

⁴⁵⁵ L. BENATTI, *op. ult. cit.*, p. 1605.

a carica e alle dimensioni della società.

Inoltre, il secondo comma dell'articolo 148-*bis* rimette al Regolamento della Commissione anche l'individuazione delle modalità informative verso l'Autorità e verso il pubblico, fatto salvo quanto disposto al quarto comma dell'articolo 2400 del Codice civile⁴⁵⁶.

L'articolo 144-*quaterdecies* del Regolamento⁴⁵⁷, che impone obblighi comunicativi da soddisfare entro dieci giorni dall'assunzione o dalla cessazione dell'incarico, nonché le variazioni ad essi attinenti, va letto congiuntamente all'articolo 2400 c.c. sopra richiamato, ai sensi del quale, al momento della nomina e prima dell'accettazione, l'incaricato è tenuto a rendere noti i ruoli in organi di amministrazione e controllo rivestiti presso altre società.

Alla luce dei richiami ad essa effettuati dai commi primo e terzo degli articoli 2409-*quaterdecies* e 2409-*septiesdecies* c.c.⁴⁵⁸, la disposizione trova applicazione anche nei confronti dei consiglieri di sorveglianza e di amministrazione, rispettivamente, delle società che abbiano adottato il sistema dualistico e monistico.

Le norme codicistiche che, per quel che concerne gli emittenti quotati si applicano congiuntamente alla disciplina secondaria, trovano piena applicazione negli statuti di tutte le s.p.a. non quotate e, quindi, anche per gli emittenti strumenti finanziari diffusi *ex art. 2325-ter* del Codice civile.

⁴⁵⁶ Ai sensi del quarto comma dell'articolo 2400 c.c.: «Al momento della nomina dei sindaci e prima dell'accettazione dell'incarico, sono resi noti all'assemblea gli incarichi di amministrazione e di controllo da essi ricoperti presso altre società.»

⁴⁵⁷ Ai sensi dell'articolo 144-*quaterdecies*: «Entro dieci giorni dall'assunzione o dalla cessazione, a qualunque titolo, di un incarico di amministrazione o controllo, il componente dell'organo di controllo comunica alla Consob, secondo le istruzioni contenute nell'Allegato 5-*bis*, rispettivamente Schema 1 e Schema 3, l'incarico o gli incarichi assunti e/o cessati. Il componente dell'organo di controllo comunica alla Consob, secondo le istruzioni contenute nell'Allegato 5-*bis*, Schema 2: a) entro dieci giorni dall'evento, le variazioni attinenti agli incarichi in essere nonché le variazioni dei propri dati anagrafici; b) entro dieci giorni dall'approvazione del bilancio di riferimento, i dati dimensionali della società nella quale è ricoperto l'incarico; c) entro dieci giorni dal momento in cui viene a conoscenza dell'evento, le variazioni nei rapporti di controllo rilevanti ai sensi dell'articolo 144-*duodecies*, comma 1, lettera i). Il soggetto che per la prima volta assume l'incarico di componente dell'organo di controllo di un emittente, entro novanta giorni dall'assunzione dell'incarico, comunica alla Consob, secondo le istruzioni contenute nell'Allegato 5-*bis*, Schema 1, i dati relativi agli incarichi di cui al comma 1. Il presente articolo non si applica a chi ricopre la carica di componente dell'organo di controllo di un solo emittente.»

⁴⁵⁸ Ai sensi del primo comma dell'art. 2409-*quaterdecies*: «Al consiglio di sorveglianza ed ai suoi componenti si applicano, in quanto compatibili, gli articoli 2388, 2400, terzo e quarto comma, 2402, 2403 bis, secondo e terzo comma, 2404, primo, terzo e quarto comma, 2406, 2408, e 2409-*septies*.»; il terzo comma dell'articolo 2409-*septiesdecies* dispone quanto segue: «Al momento della nomina dei componenti del consiglio di amministrazione e prima dell'accettazione dell'incarico, sono resi noti all'assemblea gli incarichi di amministrazione e di controllo da essi ricoperti presso altre società.»

III.2.2.6. Artt. 165-ter – sexies

Le modifiche introdotte con la legge “Capitali” hanno comportato la sostanziale esclusione degli emittenti strumenti finanziari diffusi dalla disciplina relativa ai “Rapporti con società estere aventi sede legale in Stati che non garantiscono la trasparenza societaria” disciplinata nella Sezione VI-bis della Parte IV, Titolo III, Capo II del Testo Unico di Finanza.

Le previsioni ivi contenute sono state introdotte con la legge sulla tutela del risparmio del 2005, in un contesto emergenziale segnato dagli scandali legati all’emissione di strumenti finanziari da parte di società con sede legale in Stati *offshore*, tramite la spendita del nome della controllante italiana⁴⁵⁹.

La tutela dei risparmiatori, c.d. traditi, rappresenta, quindi, il pilastro su cui poggia la normativa in esame⁴⁶⁰.

In un contesto in cui l’esigenza di garantire la protezione degli investitori si estendeva anche agli emittenti indicati all’articolo 116 del Testo Unico, l’informazione attinente alle relazioni con società che non garantiscono un livello di trasparenza almeno pari rispetto a quello previsto sul territorio nazionale non poteva che estendersi anche a quei soggetti, i cui titoli, ancorché non quotati, fossero diffusi.

Specularmente, animato dalla medesima coerenza normativa che aveva, nel precedente sistema, indotto l’estensione dell’applicazione della Sezione in esame⁴⁶¹ anche al di fuori dell’ambito della quotazione, il legislatore, caduta qualsiasi traccia attinente alla *disclosure* informativa, ha ritenuto necessario sopprimere ogni riferimento alle s.p.a di

⁴⁵⁹ Così, F. AMBROSINO, *Le funzioni della “nuova” Consob*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di) *La nuova legge sul risparmio*, Padova, 2006, p. 181, in cui afferma che: «[E]rano state fatte emettere, in Stati privi di adeguata disciplina, da parte di società estere controllate da società italiane, strumenti finanziari piazzati spendendo il nome della controllante italiana»

⁴⁶⁰ Cfr C. E. PUPO, *sub artt. 165/3-165/7*, in F. VELLA *ult. op. cit.*, p. 1702: «Il primo, evidente obiettivo è stato di far sì che venisse fornita al pubblico dei risparmiatori una più ampia mole di informazioni sulle società straniere che pur avendo sede in ordinamenti che “non garantiscono la trasparenza della costituzione, della situazione patrimoniale e finanziaria e della gestione delle società” si trovano ciononostante in rapporto con società italiane quotate o che hanno emesso strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante.»

⁴⁶¹ Ai sensi del primo comma dell’articolo 165-ter, nella previgente versione: «Sono soggette alle disposizioni contenute nella presente sezione le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati, di cui all'articolo 119, e le società italiane emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, ai sensi dell'articolo 116, le quali controllino società aventi sede legale in Stati i cui ordinamenti non garantiscono la trasparenza della costituzione, della situazione patrimoniale e finanziaria e della gestione delle società, nonché le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati o emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, le quali siano collegate alle suddette società estere o siano da queste controllate.»

cui all'articolo 2325-ter, commi primo e quarto, circoscrivendo l'ambito alle sole società di cui all'articolo 119 del D.lgs 58/1998⁴⁶².

Fin dalla sua redazione, la sezione in esame richiedeva l'adozione di decreti del Ministro della Giustizia, da adottare di concerto con il Ministro dell'Economia e delle Finanze, affinché venissero individuati gli stati non in grado di garantire adeguati livelli di trasparenza⁴⁶³, nonché la predisposizione ovvero l'introduzione di norme regolamentari, da parte della Consob⁴⁶⁴ che indicassero i criteri con i quali gli emittenti⁴⁶⁵ potessero controllare società in Stati *offshore*.

Fermo restando che tali disposizioni non sono più applicabili agli emittenti diffusi, manca, ancora, una normativa secondaria, sia ministeriale che dell'Autorità amministrativa di vigilanza che, assolvendo ai poteri dalla norma attribuiti, possa concretamente garantire la produzione di effetti della sezione⁴⁶⁶. Le modifiche introdotte con la legge 21/2024⁴⁶⁷

⁴⁶² L'articolo 4, primo comma, lett. g, l. "Capitali", dispone che, dell'art. 165-ter del T.u.f.: «[...] 1) il comma 1 è sostituito dal seguente: "1. Sono soggette alle disposizioni contenute nella presente sezione le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati, di cui all'articolo 119, le quali controllino società aventi sede legale in Stati i cui ordinamenti non garantiscono la trasparenza della costituzione, della situazione patrimoniale e finanziaria e della gestione delle società, nonché le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati le quali siano collegate alle suddette società estere o siano da queste controllate».

⁴⁶³ Ai sensi del terzo comma dell'articolo 165-ter t.u.f.: «Gli Stati di cui al comma 1 sono individuati con decreti del Ministro della giustizia».

⁴⁶⁴ Ai sensi della previgente versione del sesto comma dell'art. 165-ter del Testo Unico: «Con proprio regolamento la Consob detta criteri in base ai quali è consentito alle società italiane di cui all'articolo 119 e alle società italiane emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'articolo 116 di controllare imprese aventi sede in uno degli Stati di cui al comma 5. A tal fine sono prese in considerazione le ragioni di carattere imprenditoriale che motivano il controllo e l'esigenza di assicurare la completa e corretta informazione societaria.»

⁴⁶⁵ Oggi il riferimento è solo agli emittenti quotati.

⁴⁶⁶ In modo non dissimile, C.E. PUPO, *ult. op. cit.*, p. 1702: «A distanza di quattro anni [oggi diciannove], tale disciplina non ha ancora potuto avere concreta applicazione. Perché ciò avvenga, si rende infatti necessaria una normativa secondaria che per il momento non ha ancora visto la luce; in particolare, si è in attesa di un decreto del Ministro della giustizia, realizzato di concerto con il Ministro dell'Economia e delle finanze, e di uno specifico intervento regolamentare della Consob.» e, ancora, p. 1704: «L'intera disciplina in esame poggia su un unico presupposto: i problemi a cui s'intende ovviare sono destinati a sorgere solo nelle ipotesi di rapporto tra un'emittente italiana ed un'emittente straniera assoggettata ad un ordinamento che per più di un motivo va considerato deficitario. Il discorso, inevitabilmente, deve dunque ritornare su quell'attività di normazione secondaria che è sin qui mancata, e più precisamente sul fatto che l'individuazione degli ordinamenti maggiormente discutibili dovrà essere posta in essere tramite il già citato decreto ministeriale *ex art. 165-ter*, comma 3, anche se per la verità, come è già stato puntualmente rilevato, il legislatore parla di "decreti" del Ministro della giustizia "scontando già la possibilità che la composizione di si modifichi nel tempo per effetto dell'evoluzione degli ordinamenti giuridici dei Paesi considerati".». Su tale ultimo aspetto, *cf.* F. PARRELLA, *Art. 6, legge 28 dicembre 2005, n. 262*, in A. NIGRO -V. SANTORO (a cura di) *La tutela del risparmio*, Torino, 2007, testualmente citato da C.E. PUPO nel passaggio appena riportato.

⁴⁶⁷ Ai sensi dell'articolo 4, comma 1, lettera h) della l. 21/2024: «all'articolo 165-*quater*, comma 1, le parole: "e le società italiane emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, ai sensi dell'articolo 116," sono soppresse».

hanno interessato anche il primo comma dell'articolo 165-*quater* t.u.f.⁴⁶⁸, avente ad oggetto, più nello specifico, gli obblighi delle società italiane controllanti.

La norma, imponendo di allegare al proprio bilancio quello delle società controllate, specifica che le allegazioni vadano effettuate nel rispetto dei principi contabili nazionali (italiani) o internazionali. Come è stato, però, osservato in dottrina, la comprensione della portata del primo comma va coordinata con il disposto del secondo, in cui è statuito che gli organi di amministrazione, il direttore generale e il direttore preposto alla redazione dei documenti contabili siano tenuti a sottoscrivere e a valutare la veridicità e la correttezza della situazione patrimoniale e del risultato economico. Da qui, ne discende che la controllante anziché «essere deputata alla sua confezione [deve] viceversa limitarsi a confermarne l'attendibilità⁴⁶⁹» non difformemente da quanto statuito dall'articolo 2409-*ter* c.c.

Anche l'art. 165-*quinquies*⁴⁷⁰, la cui portata si limita a precisare che nell'ipotesi di collegamento con le società estere di cui ai decreti ministeriali, mai redatti, il bilancio sia accompagnato da una relazione degli amministratori sui rapporti intercorrenti tra la quotata italiana e la società straniera, è circoscritto ai soli emittenti quotati⁴⁷¹.

Infine, l'ultima modificazione, consistente in un'abrogazione che ne ha ridotto la portata ai soli emittenti quotati ovvero che hanno ricevuto ingenti quantità di credito⁴⁷², ha avuto

⁴⁶⁸ La versione previgente del primo comma dell'articolo 165-*quater* del Testo Unico statuiva quanto segue: «Le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati, di cui all'articolo 119, e le società italiane emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, ai sensi dell'articolo 116, le quali controllano società aventi sede legale in uno degli Stati determinati con i decreti di cui all'articolo 165-*ter*, comma 3, allegano al proprio bilancio di esercizio o bilancio consolidato, qualora siano tenute a predisporlo, il bilancio della società estera controllata, redatto secondo i principi e le regole applicabili ai bilanci delle società italiane o secondo i principi contabili internazionalmente riconosciuti.»

⁴⁶⁹ C.E. PUPO, *ult. op. cit.*, p. 1703.

⁴⁷⁰ Ai sensi della previgente versione dell'articolo 165-*quinquies* del Testo Unico: « Il bilancio delle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati, di cui all'articolo 119, e delle società italiane emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, ai sensi dell'articolo 116, le quali siano collegate a società aventi sede legale in uno degli Stati determinati con i decreti di cui all'articolo 165-*ter*, comma 3, è corredato da una relazione degli amministratori sui rapporti intercorrenti fra la società italiana e la società estera collegata, con particolare riguardo alle reciproche situazioni debitorie e creditorie, e sulle operazioni compiute tra loro nel corso dell'esercizio cui il bilancio si riferisce, compresa la prestazione di garanzie per gli strumenti finanziari emessi in Italia o all'estero dai predetti soggetti. La relazione è altresì sottoscritta dal direttore generale e dal dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari. È allegato ad essa il parere espresso dall'organo di controllo.»

⁴⁷¹ Ai sensi dell'articolo 4, primo comma, lettera *i*), l. 21/2024: «all'articolo 165-*quinquies*, comma 1, le parole: “e delle società italiane emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, ai sensi dell'articolo 116,” sono soppresse».

⁴⁷² Ai sensi dell'articolo 4, primo comma, lettera *l*), l. 21/2024: «all'articolo 165-*sexies*, comma 1, le parole: “e delle società italiane emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, ai sensi dell'articolo 116,” sono soppresse».

per oggetto il primo comma dell'articolo 165-*sexies* t.u.f.⁴⁷³. Tali ultime disposizioni, nel riproporre quanto disposto dall'articolo precedente, in modo pressoché simile, per l'ipotesi in cui le emittenti italiane siano controllate da società con sede legale in uno degli stati *offshore*, confermano una delle principali criticità mosse alla complessiva disciplina dettagliata dalla sezione. Infatti, l'onere informativo si riduce considerevolmente quando l'emittente domestico da controllante assuma la qualifica di controllato⁴⁷⁴.

Le lacune di una disciplina che estendeva una così severa, ancorché approssimativa, struttura informativa non solo alle società aperte, ma a tutti gli emittenti diffusi non quotati⁴⁷⁵, non sono scomparse con le modifiche appena illustrate. Chiarificatore appare il confronto tra l'articolo 165-*ter*, primo comma, e l'articolo 165-*sexies*, primo comma. Ebbene, nell'ipotesi in cui italiana sia la controllata e non la controllante, non è solo richiesto che si tratti di un emittente *ex art. 119 T.u.f.*, ma, alternativamente, che essa abbia «ottenuto rilevanti concessioni di credito». Ferma la mancata quantificazione della rilevanza anzidetta, appare irrisolto un evidente conflitto tra il primo comma dell'art. 165-*ter*, che delimita l'ambito soggettivo di applicabilità della sezione alle sole società quotate

⁴⁷³ L'articolo 165-*sexies* t.u.f. nella versione previgente disponeva che: « Il bilancio delle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati, di cui all'articolo 119, e delle società italiane emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, ai sensi dell'articolo 116, ovvero che hanno ottenuto rilevanti concessioni di credito, le quali siano controllate da società aventi sede legale in uno degli Stati determinati con i decreti di cui all'articolo 165-*ter*, comma 3, è corredato da una relazione degli amministratori sui rapporti intercorrenti fra la società italiana e la società estera controllante, nonché le società da essa controllate o ad essa collegate o sottoposte a comune controllo, con particolare riguardo alle reciproche situazioni debitorie e creditorie, e sulle operazioni compiute tra loro nel corso dell'esercizio cui il bilancio si riferisce, compresa la prestazione di garanzie per gli strumenti finanziari emessi in Italia o all'estero dai predetti soggetti. La relazione è altresì sottoscritta dal direttore generale e dal dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari. È allegato ad essa il parere espresso dall'organo di controllo.».

⁴⁷⁴ *Cfr.*, C.E. PUPO, *ult. op. cit.*, p. 1704: «Sul punto, infatti, ciò che maggiormente stupisce è come la mole di informazioni pretese venga a ridursi nel momento in cui l'impresa italiana non si trova nella posizione di controllante, bensì in quella di controllata o di collegata. Lascia, cioè, decisamente perplessi il fatto che sull'emittente domestica gravi, in tali ipotesi, il solo obbligo di allegare al bilancio la relazione dell'organo di gestione sui rapporti esistenti con la società estera, unitamente al relativo parere dell'organo di controllo.».

⁴⁷⁵ Così C.E. PUPO, *ult. op. cit.*, p. 1709: «Nel momento infatti in cui questo afferma che alla presente disciplina sono assoggettate le società italiane quotate in mercati regolamentati e quelle emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, diviene inevitabile sottolineare una lacuna piuttosto evidente, cioè che l'intera normativa “rivolgendosi alle società con «azioni» quotate e alle società emittenti «strumenti finanziari» diffusi tra il pubblico, risulta applicabile, in ipotesi, ai soggetti che emettano (solo) obbligazioni diffuse ma non anche ai soggetti che emettano (solo) obbligazioni quotate”», il quale cita, nel virgolettato, F. PARRELLA, *ult. op. cit.*, p. 90.

e quella di cui al primo comma dell'art. 165-*sexies*, che, invece, si rivolge anche ai soggetti controllati destinatari di concessioni di credito, ancorché non quotati⁴⁷⁶.

Supponendo che esse si pongano in un rapporto di generalità-specialità, tale per cui la seconda sia in grado di ampliare la portata della prima, la mancata soppressione del lemma in questione potrebbe comportare il rischio di una sua reviviscenza per gli emittenti diffusi che siano stati destinatari di concessioni di credito rilevanti da parte delle loro controllanti estere. Tale ipotesi appare, però, remota, considerato che, dopo più di un ventennio dall'entrata in vigore della legge 262/2005, si è ancora in attesa che siano redatti i decreti ministeriali, nonché le disposizioni regolamentari da parte della Consob.

III.2.2.7. Artt. 191-*ter* e 193

Le modificazioni apportate dalla legge 21/2024⁴⁷⁷ hanno, inoltre, soppresso qualsiasi riferimento agli emittenti strumenti finanziari diffusi dall'articolo 191-*ter*, modificandone il sesto comma⁴⁷⁸.

Esso⁴⁷⁹ commina le sanzioni conseguenti al mancato assolvimento degli oneri informativi, indicati agli articoli 98-*ter* e -*ter* 1 del Testo Unico di finanza relativi al lancio di offerte al pubblico di azioni o quote di Organismi di investimento collettivo, di Fondi di investimento alternativi europei o extracomunitari, di quelle rivolte ad investitori non al

⁴⁷⁶ Così C.E. PUPO, *op. ult. cit.*, p. 1710, secondo il quale: «non è in nessun modo agevole sanare la composizione del conflitto creatosi tra quanto disposto dall'art. 165-*sexies* e il già citato art. 165-*ter*, comma 1; in virtù di questa seconda disposizione le società che hanno usufruito di concessioni di credito ma che non hanno emesso né azioni quotate né strumenti finanziari diffusi in modo rilevante non potrebbero, infatti, rientrare nell'ambito delle società assoggettate alle norme sulla trasparenza delle società estere. A giudizio di chi scrive, l'unica soluzione interpretativa praticabile è quindi quella di ritenere che l'art. 1653-*ter* fornisca un'indicazione di base delle imprese interessate dai precetti di cui alla Sezione VI-*bis*, in quanto tale suscettibile di essere ampliata da singole disposizioni, qual è per l'appunto quella *ex* art. 165-*sexies*.».

⁴⁷⁷ Ai sensi dell'articolo 4, primo comma, lettera *m*): «all'articolo 191-*ter*, comma 6, le parole: “o diffusi tra il pubblico in maniera rilevante” sono soppresse».

⁴⁷⁸ La versione previgente del sesto comma dell'articolo 191-*ter* del Testo Unico disponeva quanto segue: «Fermo restando quanto previsto dal comma 5, l'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal comma 1, importa la perdita temporanea dei requisiti di idoneità previsti dal presente decreto per gli esponenti aziendali dei soggetti abilitati e dei requisiti previsti per i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, per i consulenti finanziari autonomi e per gli esponenti aziendali delle società di consulenza finanziaria nonché l'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società aventi titoli quotati nei mercati regolamentati o diffusi tra il pubblico in maniera rilevante e di società appartenenti al medesimo gruppo. La sanzione amministrativa accessoria ha durata non inferiore a due mesi e non superiore a tre anni.».

⁴⁷⁹ Ai sensi del primo comma dell'art. 191-*ter* del Testo Unico: «Fermo restando quanto previsto dall'articolo 193-*quinquies*, chiunque effettua un'offerta al pubblico in violazione degli articoli 98-*ter*, comma 1, e 98-*ter* 1, comma 2, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da venticinquemila euro fino a cinque milioni di euro. La stessa sanzione si applica in caso di violazione dell'articolo 98, limitatamente ai casi di offerta al pubblico di quote o azioni di FIA chiusi per le quali l'Italia è lo Stato membro.»

dettaglio, nonché aventi ad oggetto azioni o quote di FIA chiusi di cui all'art. 98 del Testo Unico.

L'abrogazione ha interessato l'ultimo periodo del sesto comma, restringendo la portata della sanzione accessoria attinente alla perdita dei requisiti a ricoprire cariche di amministrazione, direzione e controllo ai soli esponenti aziendali di emittenti aventi titoli quotati sui mercati regolamentati o di società del medesimo gruppo.

L'ultima modifica che ha interessato il Testo Unico di finanza ha ad oggetto il primo comma dell'articolo 193⁴⁸⁰, da cui è stato eliminato il riferimento all'articolo 116, comma 1-*bis*⁴⁸¹.

Infatti, la previgente versione della norma estendeva anche all'ipotesi di inosservanza del comma 1-*bis* dell'articolo 116 del Testo Unico di finanza, relativamente alla mancata divulgazione delle informazioni c.d. privilegiate, le sanzioni disposte in tema di informazione societaria

Con l'abrogazione dell'articolo 116, infatti, nessun effetto avrebbe potuto produrre una disposizione che, rinviando a quanto in esso disposto, contemplava specifiche sanzioni per la sua violazione. Inoltre, nell'architettura del nuovo modello, l'esigenza di tutela degli investitori è venuta meno sia per gli emittenti obbligazioni diffuse sia per le società con azioni diffuse.

Pertanto, la mancata estensione di quanto stabilito in materia di informazioni privilegiate per le società quotate e la decisione di non introdurre una disciplina *ad hoc* neanche per

⁴⁸⁰ Ai sensi dell'art. 4, primo comma, lett. n) della l. "Capitali": «all'articolo 193, comma 1, le parole: "116, comma 1-*bis*, "sono soppresse.».

⁴⁸¹ Ai sensi della previgente versione del primo comma dell'articolo 193 t.u.f.: «Salvo che il fatto costituisca reato, nei confronti di società, enti o associazioni tenuti a effettuare le comunicazioni previste dagli articoli 114, commi 5, 7 e 9, 114-*bis*, 115, 116, comma 1-*bis*, 154-*bis*, 154-*ter* e 154-*quater*, per l'inosservanza delle disposizioni degli articoli medesimi o delle relative disposizioni attuative, si applica una delle seguenti sanzioni amministrative: a) una dichiarazione pubblica indicante la persona giuridica responsabile della violazione e la natura della stessa, quando questa sia connotata da scarsa offensività o pericolosità e l'infrazione contestata sia cessata; b) un ordine di eliminare le infrazioni contestate, con eventuale indicazione delle misure da adottare e del termine per l'adempimento, e di astenersi dal ripeterle, quando le infrazioni stesse siano connotate da scarsa offensività o pericolosità; c) una sanzione amministrativa pecuniaria da euro cinquemila a euro dieci milioni, ovvero fino al cinque per cento del fatturato quando tale importo è superiore a euro dieci milioni e il fatturato è determinabile ai sensi dell'articolo 195, comma 1-*bis*.».

le società non quotate che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio avrebbe reso del tutto vana una simile previsione.

III.3 IL NUOVO STATUTO DEGLI EMITTENTI STRUMENTI FINANZIARI DIFFUSI FRA IL PUBBLICO IN MISURA RILEVANTE. IL CODICE CIVILE.

III.3.1. Il Codice civile: tra abrogazioni, disposizioni comuni e disposizioni applicabili ai soli emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante.

L'articolo 4 della legge "Capitali" non ha, ad eccezione dell'introduzione dell'articolo 2325-ter già menzionata, apportato molteplici variazioni al Codice civile, essendo, nel complesso, stati oggetto di modificazione i soli articoli 2341-ter e 2391-bis.

Gli interventi di riforma, però, seppure numericamente limitati, non sono completamente privi di significatività. Infatti, i due articoli richiamati concernono rispettivamente il regime di pubblicità dei patti parasociali e la disciplina delle operazioni con parti correlate⁴⁸².

Considerate le novità accennate, sul piano prettamente codicistico non sono mutate le linee generali dello statuto, o meglio, degli statuti, essendosi in presenza di due complessi di regole: uno attinente alle società aperte non quotate e l'altro relativo agli emittenti obbligazioni diffuse.

Per quel che concerne il primo, si compone delle norme, previste al Libro V, dedicate alle società per azioni di base, ove non derogate da quelle applicabili alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, di cui all'articolo 2325-bis.

Viceversa, gli emittenti obbligazioni diffuse sono destinatari unicamente delle disposizioni della disciplina di base, comune, dunque, a tutte le s.p.a c.d. chiuse, alla cui lettura si rinvia.

Pertanto, il Codice assurge a rango di primaria e unica fonte di regolazione, idonea a disciplinare integralmente la fattispecie, dalla sua definizione sino agli aspetti che determinano il funzionamento degli organi sociali. Ritenuta irrilevante la necessità di un coordinamento tra la disciplina dei mercati e quella del diritto societario, è solo quest'ultima ad informare gli attuali modelli diffusi.

Per quel che attiene all'ambito dell'apertura ai mercati, il raccordo tra la tutela informativa dell'investitore e quella attinente ai diritti di *voice* riconosciuti alle

⁴⁸² Di essi si tratterà *infra* nel prosieguo del presente paragrafo.

significative minoranze⁴⁸³, rilevanti ai sensi del primo comma dell'articolo 2325-ter, si è completamente sbilanciato a favore della seconda, segnando così una netta cesura con lo statuto delle società quotate.

Si assiste ad un'inversione di rotta rispetto al passato.

Infatti, sebbene, eccezion fatta per i due articoli modificati, siano rimaste invariate le disposizioni destinate alle società di cui all'articolo 2325-bis cod. civ., la soppressione dell'ambito dell'informazione al pubblico ha fatto cadere uno dei due pilastri della disciplina delle quotate poi estesa anche all'azionariato diffuso⁴⁸⁴.

Sul punto, si potrebbe ben dubitare della concreta utilità dispiegata da una disposizione, l'articolo 2325-bis, che, nel distinguere le società che si aprono al mercato rispetto a quelle di base o che si rivolgono unicamente al capitale di debito, si trovi deficitaria di un tassello fondamentale nei rapporti tra emittenti e investitori.

La decisione di privare, nell'ottica di una complessiva semplificazione, lo scalino di un aspetto di tale portata, anziché sopprimerlo e ridisegnarlo per gli emittenti che negozino le azioni sui mercati non regolamentati, non sembra convincere del tutto

I dati CONSOB hanno dimostrato uno scarso consenso tra gli emittenti, ma indubbiamente sarebbe stato possibile adattare gli obblighi ad una fattispecie societaria

⁴⁸³ Cfr. V. SALAFIA, *Amministrazione e controllo delle società di capitali nella recente riforma societaria*, *Le società*, XXI, Milanofiori Assago (MI), 2002.

⁴⁸⁴ M. POMPILI, *ult. op. cit.*, pp. 721-722: «Più precisamente, la società con azioni diffuse avrebbe dovuto costituire uno strumento non già concorrenziale rispetto a quello della società quotata, quanto piuttosto, e soprattutto, in grado di rilanciare la “diffusione”, o meglio le potenzialità applicative, proprio di quest'ultima: ricollegando al ricorso al mercato finanziario, anche indipendentemente dalla quotazione, l'operatività di una disciplina più rigorosa di quella applicabile alle società chiuse, e il più omogenea possibile a quella della società quotata, si sarebbe infatti dovuto, per un verso, contenere il costo giuridico dell'ammissione a quotazione, rappresentato dalla sottoposizione ad una più stringente disciplina imperativa, e, per altro verso, enfatizzare il (maggior) vantaggio, connesso a siffatta ammissione, “di rendere disponibile agli azionisti un meccanismo di agevole liquidazione e, prima ancora, di sistematica valutazione del loro investimento” Che la configurazione dell'istituto risultante dalla disciplina positiva (o meglio, come si vedrà, dalla sua interpretazione largamente maggioritaria) rispecchi questa funzione, come detto senz'altro conforme alle intenzioni del legislatore storico, appare tuttavia discutibile: è diffusa, infatti, la sensazione che il declino funzionale della società con azioni diffuse, peraltro annunciato fin dalla sua introduzione nell'ordinamento, e addirittura accresciuto all'esito delle reiterate modificazioni dell'art. 2-bis reg. emittenti, si ricolleghi ad una sfasatura tra il ruolo ad essa riservato e la disciplina complessiva a tal fine predisposta.». Sul punto, M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico Finanziario*, Vol. II, Torino, 2020, p.1256 (riportata testualmente da POMPILI), nonché C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, nonché V. DE STASIO, *Osservazioni sulla nozione di «società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio» a seguito della delibera Consob n. 14327 del 23 dicembre 2003, ovvero sulla «parabola» della società aperta*, *Riv. dir. impr.*, XXIII, Napoli, 2004. Si veda, infine F. D'ALESSANDRO, *sub art. 2325-bis*, in, F. D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Padova, 2010.

che, da un lato, non essendo quotata, non necessita di *standard* troppo elevati, ma che, dall'altro, non può rinunciare all'informazione, da effettuarsi tramite un adeguato livello di *disclosure*.

Altrimenti argomentando, sarebbe del tutto tradita l'istituzione del principio della diffusione, volto a predisporre un regime di tutela che sia anticipato rispetto al momento dell'ammissione *ex art.* 113 T.u.f.⁴⁸⁵.

Infatti, la previsione dell'articolo 116 del Testo Unico, ben prima della riforma del 2003, mirava, per il solo fatto che vi fossero strumenti notevolmente diffusi, a fornire una protezione generalizzata, eliminata la quale, la fattispecie sembra vacillare dalle fondamenta.

Se quanto esposto trova conferma per le società ad azionariato diffuso, la cui specialità rispetto al regime di base risiede principalmente nella tutela delle minoranze azionarie⁴⁸⁶, invero, del tutto inutile appare il nuovo modello degli emittenti obbligazioni diffuse. Questi ultimi, a differenza di quelli indicati all'articolo 2325-*ter*, 1° comma, non sono destinatari di alcuna norma speciale rispetto al regime di base, risultando, piuttosto, una mera variazione terminologico-definitoria delle società per azioni chiuse, senza che ciò comporti conseguenze ulteriori sul piano giuridico. Ciò condurrebbe, addirittura, ad escludere la configurabilità di un vero e proprio modello, in mancanza di uno statuto, almeno parzialmente, differente rispetto a quello delle società per azioni "ordinarie".

III.3.2. Le più rilevanti disposizioni comuni agli emittenti azioni diffuse e quotate sui mercati regolamentati e gli articoli del Codice modificati dalla novella.

Al di là dell'articolo 2435-*bis*, i cui limiti devono necessariamente essere superati per poter rientrare nella nozione di cui al primo comma dell'articolo 2325-*ter*, vi è un insieme di disposizioni che si applica indifferentemente ad entrambi gli emittenti indicati all'articolo 2325-*bis*⁴⁸⁷.

⁴⁸⁵ Ai sensi del primo comma dell'articolo 113 del Testo Unico di finanza: «L'ammissione alle negoziazioni di titoli in un mercato regolamentato è disciplinata dal regolamento prospetto e dalle disposizioni attuative, nonché del presente articolo. Si applicano, anche nei confronti della persona che chiede l'ammissione alle negoziazioni, gli articoli 94, commi 3, 5, 6, 8 e 9, 95, comma 1, lettera a), e 95, comma 2.»

⁴⁸⁶ Così, G.D. MOSCO, *op. ult. cit.*, pp. 866-867: «Nella relazione al progetto Mirone – nulla dice a riguardo quella al d.lgs 6/2003 – si giustifica infatti il modello intermedio tra s.p.a. di base e s.p.a. quotate con la volontà di aumentare il livello di tutela degli azionisti di minoranza per le società che fanno effettivo ricorso al mercato dei capitali e, di ridurre correlativamente il freno alla quotazione rappresentato dalle regole più stringenti alle quali sono sottoposte le quotate.»

⁴⁸⁷ *Cfr.*, G.D. MOSCO, *ult. op. cit.*, p. 866: «Di più, per il combinato disposto dei nuovi articoli 2325-*bis* del codice civile e 111-*bis* delle sue disposizioni d'attuazione, la "misura rilevante" della diffusione delle azioni è proprio quella determinata dalla Consob ai sensi del già ricordato art. 1116 T.U.F., nonostante che nel

Si tratta, perlopiù, di norme organizzative, volte a dare risalto ai diritti e, quindi, al ruolo ricoperto dagli azionisti di minoranza – tra cui rientrano indubbiamente i 500 che rappresentano il cinque per cento e diversi dai soci che detengono una partecipazione superiore al tre per cento del capitale – all'interno della società e che ne esaltano la partecipazione, tramite norme volte a «modificare, integrare o sostituire, sotto numerosi profili, quella relativa alla società per azioni ordinaria»⁴⁸⁸.

Oltre alle previsioni contenute agli articoli 2325-*bis* e -*ter* del Codice civile, le norme espressamente riferite alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, o comunque diffuse, sono ventiquattro.

Si tratta di norme imperative che impongono un regime più severo rispetto alle previsioni dettate per le s.p.a ordinarie. Di esse, seguendo una suddivisione già proposta in dottrina⁴⁸⁹, quattordici⁴⁹⁰ modificano e dieci⁴⁹¹ si aggiungono alla disciplina di base.

codice la nozione richiami l'applicazione di norme organizzative mentre nel T.U.F. di norme concernenti l'informazione, dunque del tutto disomogenee quanto a natura e funzioni.»

⁴⁸⁸ Cfr. M. POMPILI, *ult. op. cit.*, pp. 732-733: «Da tale complesso di regole, come detto in gran parte assimilate a quelle delle società quotate, emerge che la società a capitale azionario diffuso non si presta ad essere configurata come autonomo tipo societario: ad ulteriore conferma di quanto già si ricava da una lettura disincantata dell'art. 2325-*bis* cod. civ. che postula l'applicazione di un regime differenziato per le “società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio” (ribadendolo ulteriormente, al secondo comma, in relazione alla società quotata) nel presupposto che esse siano già state ascritte al tipo azionario; quella applicabile alle società a capitale diffuso rappresenta piuttosto una *disciplina speciale*, vale a dire dettata al fine di modificare, integrare o sostituire, sotto numerosi profili, quella relativa alla società per azioni “ordinaria”: e segnatamente una *disciplina organizzativa* di particolare rilievo, oltre che sensibilmente diversa da quella dettata per la società per azioni “ordinaria”, essenzialmente sotto il profilo di enfaticizzazione dei diritti (o, meglio, dei poteri) amministrativi inerenti alla partecipazione, e in particolare del voto assembleare».

⁴⁸⁹ Cfr. G.D. MOSCO, *ult. op. cit.*, p. 871.

⁴⁹⁰ Art. 2366, rubricato *Formalità per la convocazione*, 2° comma; art. 2367, rubricato *Convocazione su richiesta dei soci*, 1° comma, primo periodo; art. 2368, , rubricato *Costituzione dell'assemblea e validità delle deliberazioni*, 2° comma, secondo periodo; art. 2369, rubricato *Seconda convocazione e convocazioni successive*, 7° comma; art. 2370, rubricato *Diritto d'intervento all'assemblea ed esercizio del voto*, 2° comma, ultimo periodo; art. 2372, rubricato *Rappresentanza nell'assemblea*, 6° comma; art. 2377, rubricato *Annulabilità delle deliberazioni* 3° comma; art. 2379-*ter*, rubricato *Invalità delle deliberazioni di aumento o di riduzione del capitale e della emissione di obbligazioni*, 2° comma; art. 2393, rubricato *Azione sociale di responsabilità*, 6° comma; art. 2393-*bis*, rubricato *Azione sociale di responsabilità esercitata dai soci*, 2° comma; art. 2408, rubricato *Denuncia al collegio sindacale*, 2° comma; art. 2409, rubricato *Denuncia al tribunale* 1° comma; art. 2409-*octiesdecies*, rubricato *Comitato per il controllo sulla gestione*, 1° comma, ultimo periodo; art. 2440, *Conferimenti di beni in natura e di crediti*, 3° comma.

⁴⁹¹ Art. 2341-*ter*, rubricato *Pubblicità dei patti parasociali*, comma 1; 2357, rubricato *Acquisto delle proprie azioni*, 3° comma; art. 2357-*ter*, rubricato *Disciplina delle proprie azioni*, 2° comma; art. 2359-*bis*, rubricato *Acquisto di azioni o quote da parte di società controllate*, 3° comma; art. 2369, rubricato *Seconda convocazione e convocazioni successive*, 1° comma; art. 2372, rubricato *Rappresentanza nell'assemblea*, 1° comma; art. 2409, rubricato *Denuncia al tribunale*, 7° comma; art. 2449, *Società con partecipazioni dello Stato o di enti pubblici*, 1° comma; art. 2504-*bis*, rubricato *Effetti della fusione*, 4° comma, secondo periodo; art. 2506-*quater*, rubricato *Effetti della scissione*, 1° comma.

A queste se ne devono sommare altre tredici⁴⁹² che espressamente incrementano gli spazi di autonomia privata per le società non aperte, conseguentemente riducendoli per quelle che ricorrono al mercato del capitale di rischio.

L'impianto delineato risponde alla finalità di definire una scala di imperatività crescente⁴⁹³ che destini margini sempre più ridotti all'operatività dell'autonomia statutaria, tramite previsioni normative di natura inderogabile e contenutisticamente più ferree di quelle destinate al modello di base e degli emittenti obbligazioni diffuse, sempre sul presupposto che quest'ultimo sia esistente.

Gli ambiti ricoperti dalle norme richiamate sono molteplici e comprendono sia le funzioni degli organi assembleare, di amministrazione e controllo sia gli aspetti legati all'esercizio dei poteri di *voice* e amministrativi, reso meno arduo da una riduzione delle percentuali di rappresentatività richieste e che non possono essere incrementate⁴⁹⁴.

⁴⁹² Art. 2351, rubricato *Diritto di voto*, 3° comma; art. 2366, rubricato *Formalità per la convocazione*, 3° comma; art. 2367, rubricato *Convocazione su richiesta dei soci*, 1° comma, ultimo periodo; art. 2368, rubricato *Costituzione dell'assemblea e validità delle deliberazioni*, 2° comma, ultimo periodo; art. 2369, rubricato *Seconda convocazione e convocazioni successive*, 1° comma, primo periodo, 4° comma, 5° comma; art. 2370, rubricato *Diritto d'intervento all'assemblea ed esercizio del voto*, 2° comma, primo periodo; art. 2393-bis, rubricato *Azione sociale di responsabilità*, 1° comma; art. 2409-bis, rubricato *Revisione legale dei conti*, 2° comma; art. 2409-octiesdecies, rubricato *Comitato per il controllo sulla gestione*, 1° comma, primo periodo; art. 2437, rubricato *Diritto di recesso*, 4° comma (a cui andrebbe aggiunto il terzo comma che, riferendosi a tutte le società per azioni costituite a tempo indeterminato e non quotate, si applica anche nei confronti degli emittenti di cui all'articolo 2325-ter); art. 2449, rubricato *Società con partecipazioni dello Stato o enti pubblici*, 1° comma.

⁴⁹³ Sul punto, M. MAUGERI, *ult. op. cit.*, pp. 1260-1261: «La legge delega per la riforma del diritto societario enunciava tra i propri principi direttivi l'esigenza che la disciplina innovata della società per azioni garantisse "comunque un equilibrio nella tutela degli interessi dei soci, dei creditori, degli investitori, dei risparmiatori e dei terzi" e prevedesse in particolar modo, "le ipotesi nelle quali le società saranno soggette a regole caratterizzate da un maggiore grado di imperatività in considerazione del ricorso al mercato del capitale di rischio". Dinanzi a questo esplicito collegamento non sorprende, pertanto, che la dottrina si era orientata nel senso di ritenere lo statuto delle società aperte caratterizzato da un più elevato tasso di imperatività rispetto al diritto azionario comune. In tale prospettiva, il fondamento dei limiti all'autonomia privata nelle società quotate non potrebbe più essere rinvenuto nel beneficio della autonomia patrimoniale perfetta (e, specularmente, in quello della limitazione di responsabilità dei soci) o nella efficacia reale del contratto sociale: ciò in quanto non si spiegherebbe perché un approccio altrettanto rigoroso non sia predicato per la società chiusa e sia stato, anzi, testualmente abbandonato nella disciplina della s.r.l.»

⁴⁹⁴ M. POMPILI, *ult. op. cit.*, pp. 731-732: «Limitandosi ai profili di maggior rilievo della disciplina codicistica, si applica alle società con azioni diffuse, al pari di quelle con azioni quotate (e diversamente da quelle "chiuse", un assetto normativo peculiare in ordine tanto alla funzione assembleare (artt. 2366, 2368, 2° comma, 2369 e 2372, 2° comma, cod. civ.), quanto a quella amministrativa (art. 2391-bis cod. civ.: nonché il c.d. regolamento parti correlate, adottato dalla Consob con deliberazione del 12 marzo 2010 n. 17221) [oggi non più applicabile agli emittenti azioni diffuse], quanto ancora quella di controllo (artt. 2409, ultimo comma, e 2409-octiesdecies, 1° comma, cod. civ.): oltre che una innumerevole serie di norme volte ad incentivare l'esercizio dei diritti amministrativi mediante la previsione di percentuali di possesso azionario e ridotte rispetto a quelle richieste in relazione alle società chiuse (e si pensi, tra gli altri, agli artt. 2377, 3° comma, 2393, 6° comma, 2393-bis, 2° comma, 2408, 2° comma, e 2409, 1° comma, cod. civ.).»

III.3.2.1. L'articolo 2391-bis

La novella ha inteso modificare il disposto dell'articolo 2391-bis⁴⁹⁵, la cui portata, finora estesa a tutte società che facessero ricorso al mercato del capitale di rischio, è oggi limitata ai soli emittenti quotati sui mercati regolamentati⁴⁹⁶.

La disposizione, che si pone in piena aderenza all'articolo 2391, relativo agli interessi degli amministratori, attribuisce alla Consob il potere regolamentare volto a disciplinare una procedura avente ad oggetto le operazioni con soggetti *insider*, potenzialmente portatori di conflitti di interessi⁴⁹⁷.

Le operazioni con parti correlate rappresentano un profilo più complesso e dinamico rispetto a quello definito dall'articolo 2391 c.c., implicando la necessità di una procedura che garantisca adeguati livelli di trasparenza⁴⁹⁸ e correttezza sia formale che procedurale. Rinviando all'Allegato 1 al Regolamento O.P.C. della Consob, giova chiarire che l'individuazione di una parte correlata richiede, al netto di tutte le categorizzazioni

⁴⁹⁵ L'articolo 4, 3° comma, lett. c), l. 21/2024, dispone quanto segue: «all'articolo 2391-bis: 1) al primo comma, le parole: “che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio” sono sostituite dalle seguenti: “con azioni quotate in mercati regolamentati”; 2) al terzo comma, lettera b), le parole: “che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio” sono soppresse.».

⁴⁹⁶ Ai sensi della previgente versione dell'articolo 2391-bis del Codice civile: «Gli organi di amministrazione delle società con azioni quotate in mercati regolamentati adottano, secondo principi generali indicati dalla Consob, regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate e li rendono noti nella relazione sulla gestione; a tali fini possono farsi assistere da esperti indipendenti, in ragione della natura, del valore o delle caratteristiche dell'operazione. I principi e le regole previsti dal primo comma si applicano alle operazioni realizzate direttamente o per il tramite di società controllate e disciplinano le operazioni stesse in termini di competenza decisionale, di motivazione e di documentazione. L'organo di controllo vigila sull'osservanza delle regole adottate ai sensi del primo comma e ne riferisce nella relazione all'assemblea. La Consob, nel definire i principi indicati nel primo comma, individua, in conformità all'articolo 9-*quater* della direttiva 2007/36/CE, almeno: a) le soglie di rilevanza delle operazioni con parti correlate tenendo conto di indici quantitativi legati al controvalore dell'operazione o al suo impatto su uno o più parametri dimensionali della società. La Consob può individuare anche criteri di rilevanza che tengano conto della natura dell'operazione e della tipologia di parte correlata; b) regole procedurali e di trasparenza proporzionate rispetto alla rilevanza e alle caratteristiche delle operazioni, alle dimensioni della società ovvero alla tipologia di società, nonché i casi di esenzione dall'applicazione, in tutto o in parte, delle predette regole; c) i casi in cui gli amministratori, fermo restando quanto previsto dall'articolo 2391, e gli azionisti coinvolti nell'operazione sono tenuti ad astenersi dalla votazione sulla stessa ovvero misure di salvaguardia a tutela dell'interesse della società che consentono ai predetti azionisti di prendere parte alla votazione sull'operazione.».

⁴⁹⁷ Cfr. M. STELLA RICHTER jr, *Le procedure per le operazioni con parti correlate*, Riv. soc., LVI, Milano, 2011, pp. 64-75.

⁴⁹⁸ Cfr. S. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, Riv. dir. comm., CVIII, I, Padova, 2010; V. SALAFIA, *Le operazioni con parti correlate*, *Le Società*, XXIX, 2010.

indicate dalla Commissione, di dare prevalenza al dato sostanziale rispetto a quello formale⁴⁹⁹.

Sinteticamente, qualora una decisione o una strategia che si intende perseguire coinvolga uno o più soggetti che abbiano un collegamento, una correlazione, con l'emittente o con i componenti i suoi organi, al punto da risultare portatori di un conflitto di interesse potenziale, impone la predisposizione di un'apposita procedura. Essa si articola in due pareri, di cui l'uno preventivo e l'altro obbligatorio adottati da un esperto esterno o da comitati di amministratori indipendenti e non correlati e richiede l'adozione in sede consiliare o assembleare, qualora la materia sia attribuita alla competenza dell'assemblea degli azionisti, di una deliberazione sul suo compimento.

Non essendo questa la sede opportuna per trattare una tanto complessa quanto articolata disciplina, giova chiarire che le previsioni regolamentari si atteggiavano diversamente a seconda che l'operazione sia maggiormente rilevante o meno, alla luce degli indicatori dalle stesse forniti.

In breve, ai sensi dell'articolo 8 del Regolamento, nel primo caso, laddove gli amministratori indipendenti abbiano formulato un parere contrario al compimento dell'operazione, qualora lo statuto lo consenta, il consiglio di amministrazione può approvare l'operazione, nonostante il parere negativo, qualora sia stato autorizzato, ai sensi dell'articolo 2364, primo comma, numero 5, c.c., dall'assemblea. A tal fine, però, è necessario che l'autorizzazione sia adottata in mancanza del voto contrario di soci non correlati presenti in assemblea e che rappresentino almeno il 10 per cento del capitale sociale⁵⁰⁰, il c.d. *whitewash*.

⁴⁹⁹ Sul punto, si veda P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: il nuovo regolamento Consob*, in *Il Nuovo Diritto Societario*, n. 12/2010.

⁵⁰⁰ M. STELLA RICHTER *jr, ult. op. cit.*, pp. 70-71: «L'art. 4, comma 5, Reg. Consob prevede: “nel definire le procedure i consigli di amministrazione o di gestione identificano quali regole richiedano modifiche allo statuto”. Si tratta di una fase *eventuale*, nel senso che le procedure possono essere scritte in modo tale da non richiedere alcuna modificazione. Modificazioni allo statuto possono aversi nei seguenti casi. (i) Se si decide di avvalersi della opzione di cui all'art. 8, comma 5, Reg. Consob (a mente del quale “le procedure possono prevedere...che il consiglio di amministrazione possa approvare le operazioni di maggiore rilevanza nonostante l'avviso contrario degli amministratori indipendenti, purché il compimento di tali operazioni sia autorizzato, ai sensi dell'articolo 2364, comma 1, numero 5), del codice civile, dall'assemblea”, la quale poi delibera con la procedura c.d. di *whitewash*: art. 11, comma 3, Reg. Consob), allora si dovrà prevedere statutariamente la competenza assembleare ad autorizzare gli amministratori a compiere le operazioni con parti correlate.».

È evidente che un così complesso procedimento, a cui si aggiunge l'assolvimento di specifici adempimenti informativi, mal si concilia con l'attuale impostazione delle società diffuse che ricorrono al mercato del capitale di rischio.

Infatti, la necessità di definire i meccanismi procedurali per l'autorizzazione al compimento di siffatte operazioni si fonda sulla *ratio* di preservare il perseguimento dell'interesse sociale in funzione della migliore tutela del pubblico degli investitori, e quindi del mercato nel suo complesso.

Appare, dunque, evidente che il venir meno del pilastro della tutela informativa ha indotto alla delimitazione di un meccanismo che, richiedendo pareri preventivi, il coinvolgimento di organi indipendenti esterni o interni e maggioranze qualificate, non risultava più coerente con le finalità del nuovo modello delle società diffuse.

III.3.3 L'articolo 2341-ter e la creazione di un quarto scalino normativo.

L'articolo 4, terzo comma, lettera *b*), l. 21/2024⁵⁰¹, ha apportato delle modificazioni all'articolo 2341-ter, incidendo sull'assetto delle società quotate sui sistemi multilaterali di negoziazione⁵⁰², equiparato, per quel che li rileva, a quello dei soggetti facenti ricorso al mercato del capitale di rischio.

Il legislatore ha, infatti, stabilito che la disciplina relativa alle forme di pubblicità dei patti parasociali trovi applicazione anche nei confronti delle società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione, oltre che di quelle aperte.

Allo stato attuale, le società i cui titoli sono oggetto di negoziazione sulle altre *trading venues* riconosciute possono rientrare nella disciplina dettata dal combinato disposto degli articoli 2325-bis e -ter, ma unicamente sul presupposto del rispetto dei parametri ivi precisati. Perciò il legislatore ha inteso estendere loro il rispetto del regime informativo sui patti parasociali indipendentemente dalla ricorrenza del presupposto del ricorso al mercato del capitale di rischio.

⁵⁰¹ Ai sensi dell'articolo 4, 3° comma, lett. *b*): «all'articolo 2341-ter, primo comma, dopo le parole: “al mercato del capitale di rischio” sono inserite le seguenti: “o con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione”».

⁵⁰² Ai sensi della versione previgente, l'articolo 2341-ter del Codice civile disponeva quanto segue: «Nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio i patti parasociali devono essere comunicati alla società e dichiarati in apertura di ogni assemblea. La dichiarazione deve essere trascritta nel verbale e questo deve essere depositato presso l'ufficio del registro delle imprese. In caso di mancanza della dichiarazione prevista dal comma precedente i possessori delle azioni cui si riferisce il patto parasociale non possono esercitare il diritto di voto e le deliberazioni assembleari adottate con il loro voto determinante sono impugnabili a norma dell'articolo 2377.».

La norma in commento dispone l'obbligo di comunicazione alla società dei patti eventualmente stipulati, nonché la loro dichiarazione in apertura delle assemblee.

Il confronto, da un lato, con l'articolo 2341-*bis* c.c. e, dall'altro, con l'articolo 122 del Testo unico, rende plastica la differenza in termini di imperatività tra il modello chiuso e quelli aperti.

Quanto riportato impone all'operatore del diritto di prendere atto della costruzione di un quarto scalino normativo – che si aggiunge ai tre già esistenti –, assimilato, per quanto riguarda l'aspetto della pubblicità appena riferito, a quello previsto per gli emittenti ad azionariato diffuso.

Nonostante da più parti la modifica sia stata ritenuta opportuna⁵⁰³, essa sembra incompleta, disorganica e, pertanto, di difficile categorizzazione.

In primo luogo, se la *ratio legis* risiede nell'esigenza di garantire maggiore trasparenza agli assetti proprietari, sarebbe stato più opportuno prevedere l'estensione anche degli obblighi informativi richiesti in materia di partecipazioni rilevanti previsti, per le società quotate sui mercati regolamentati, all'articolo 120 del Testo Unico di Finanza.

Infatti, nel contesto societario attuale, considerato il nuovo regime delle azioni a voto plurimo, che dispone l'attribuzione fino a dieci voti per ogni azione, è possibile esercitare poteri di controllo in assemblea pur in assenza di sindacati di voto o di blocco.

Inoltre, la parificazione non è, inspiegabilmente, accompagnata da un più ampio inquadramento della fattispecie tra le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio di cui all'articolo 2325-*bis* c.c.

In questo modo, infatti, si sarebbe potuto garantire un equilibrio nella tutela delle minoranze ampiamente diffuse e contribuire concretamente alla creazione di un vero scalino intermedio dedicato alle PMI.

La pubblicità dei patti parasociali necessitava, quindi, di essere inserita in una cornice di maggiore organicità che avrebbe potuto ridefinire l'assetto della dicotomia tra apertura e chiusura al mercato, così da considerare anche le nuove *trading venues*, sconosciute

⁵⁰³ ASSONIME, *Circolare ult. cit.*, p. 37: «Non solo, la legge capitali, opportunamente, esclude gli emittenti diffusi nella disciplina delle Operazioni con Parti Correlate ed estende, sempre opportunamente, talune disposizioni previste per le società quotate sui mercati regolamentati anche alle società quotate su MTF (la trasparenza dei patti parasociali ex art. 2341-ter c.c.)». Sul punto, si veda anche E. LA MARCA, *sub art. 4*, in P. MARCHETTI – M. VENTORUZZO (a cura di) *Commentario alla legge Capitali. Legge 5 marzo 2024, n. 21*, Pisa, 2024, p. 22: «Condivisibile pare la disposta estensione alle società con titoli negoziati su MTF, ancorché non ancora diffusi fra il pubblico in misura rilevante, degli obblighi di pubblicità dei patti parasociali di cui all'art. 2341-ter, comma 1, c.c. (v. art. 4, comma 3, lett. b), della Legge Capitali).

quando nel 1998 furono soppressi i poteri di quotazione d'ufficio e nel 2003 fu approvata la Riforma Societaria.

La norma in commento ha portato con sé la creazione di un quarto scalino normativo non ascrivibile a nessuna delle categorie definite dal Codice e la cui definizione risulta tutt'altro che agevole.

Ragionevolmente, infatti, i soggetti che si rivolgono ai mercati non regolamentati non potrebbero rientrare nel modello unitario di base, non solo perché fattualmente non sono chiusi, in quanto si rivolgono ad un pubblico più o meno ampio di risparmiatori/investitori, ma perché difforme ne è il regime di pubblicità dei patti parasociali. Né tantomeno, nonostante l'assimilazione sotto tale profilo, risulta possibile, in mancanza di una modifica dell'articolo 2325-*bis* del Codice civile, qualificarli come società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, sebbene ciò avvenga tramite forme non “convenzionali” di appello al pubblico risparmio.

In conclusione, è possibile affermare che, probabilmente in modo involontario, il legislatore nel riformare lo scalino normativo degli emittenti azioni diffuse ne ha costruito un quarto che dà vita ad un *tertium genus* rispetto agli statuti applicabili, da un lato, alle *s.p.a.* di base e, dall'altro, a quelle di cui all'articolo 2325-*bis*, primo comma, c.c.

CONCLUSIONI

Gli emittenti strumenti finanziari diffusi, specialmente se facenti ricorso al mercato del capitale di rischio, e lo scalino normativo prima della riforma poggiavano su due pilastri: la tutela degli investitori e quella delle minoranze assembleari⁵⁰⁴.

L'intenzione del legislatore era di costruire un gradino che potesse fungere da raccordo tra il diritto dei mercati finanziari e il diritto societario, così da distinguersi per imperatività maggiore rispetto alle società per azioni "ordinarie" e minore rispetto alle società quotate.

I propositi originari di creare una gradualità di norme imperative sono stati presto delusi in punto di diritto e di fatto.

La delegificazione e la mancanza di coordinamento tra il piano legislativo e quello regolamentare, da un lato, e le molteplici previsioni del Codice civile espressamente applicabili ai soggetti individuati al primo comma dell'articolo 2325-*bis*, dall'altro, hanno tradito le intenzioni del legislatore. Le differenze rispetto al modello unitario di base erano profonde, mentre l'eccessiva somiglianza con quello degli emittenti quotati non riusciva a definire i tratti peculiari caratteristici di un regime normativo che avrebbe dovuto collocarsi in una posizione mediana tra l'autonomia statutaria e l'inderogabilità per legge, così da riflettere la natura altrettanto mediana della categoria.

Tutto ciò, accompagnato dalla nefasta introduzione dei criteri volontaristico-qualitativi indicati all'articolo 2-*bis*, secondo comma, del Regolamento Emittenti, ha nei fatti determinato la marginalità di una fattispecie prossima al fallimento.

Quanto esposto, insieme ai dati sulle quotazioni, sui *delisting* e sulla capitalizzazione del mercato regolamentato italiano⁵⁰⁵ hanno indotto a una riforma improntata al perseguimento di una generale semplificazione delle norme di accesso e permanenza sui mercati, che fosse in grado di incidere, tramite modifiche e abrogazioni, sulle principali

⁵⁰⁴ Cfr. C. ANGELICI, *Le "minoranze" nel decreto 58/1998: "tutela" e "poteri"*, Riv. dir. comm., XCIV, Padova, 1998.

⁵⁰⁵ Cfr. G.D. MOSCO – F. VELLA, *Società aperta: a chi? Le illusioni perdute e un futuro da difendere*, in F. BARBERA – P. LUONGO (a cura di), *L'economia, la politica, i luoghi Scritti per Fabrizio Barca*, Roma, 2024, p. 26: «Alla fine del 2022 le società quotate su Euronext Milan (Exm) sono state 209, sette in meno rispetto all'anno precedente, con una capitalizzazione di 476,8 miliardi di euro che segna un decremento di 111, 1 miliardi rispetto al 2021 (Consob 2023a), anche se nel 2023 la capitalizzazione è in forte aumento. I *delisting* del 2023 sono, salvo errori, già 24 fino a novembre, solo in parte compensati da nuove Ipo.».

criticità della disciplina vigente, che avevano dato luogo a plurimi fenomeni di *goldplating*.

La novella, alla luce di tali ultime premesse, ha notevolmente inciso, all'articolo 4, sulla disciplina degli emittenti azioni e obbligazioni diffuse, apportandone significative modificazioni, nell'ottica di una razionalizzazione e di un auspicato successo. Nonostante la finalità semplificatoria sia stata perseguita appieno, si nutrono talune perplessità riguardo alla forma che tali emittenti hanno assunto, alla funzione da essi svolta nel nuovo delineato contesto, nonché al collocamento delle società non aperte con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione.

L'estensione di quasi tutti gli obblighi informativi previsti nel d.lgs 58 del 1998 per le società quotate, affiancata dai più volte menzionati parametri qualitativi, aveva decretato il totale insuccesso⁵⁰⁶ della figura della diffusione, ma, al contempo, rispondeva all'esigenza di preservare la tutela informativa degli investitori che, nelle società aperte non quotate, si cumulava alle previsioni codicistiche attinenti ai diritti di *voice* comuni a tutti gli emittenti facenti ricorso al mercato del capitale di rischio⁵⁰⁷.

La soluzione adottata dalla riforma è stata di attribuire rilievo alla fattispecie unicamente sotto il profilo quantitativo e di abrogare ogni dovere di informazione al pubblico previsto nella legislazione speciale. Tale ultima scelta, seppur sorretta dalla volontà di ridurre il peso di una normativa in buona parte rivolta agli emittenti quotati ed estesa anche a quelli diffusi, non merita di essere integralmente condivisa, per almeno due ordini di ragioni.

In primo luogo, per quel che riguarda gli emittenti azioni diffuse, essi, individuati dal primo comma dell'articolo 2325-*bis* c.c., sono società c.d. *aperte* e, in quanto tali, la loro disciplina non può difettare del pilastro della protezione degli investitori. Se l'approdo a cui è giunta la novella dovesse dimostrarsi definitivo in sede di attuazione della delega contenuta all'articolo 19, si verrebbe ad un regime normativo contraddistinto da un'eccessiva differenza tra i due modelli di emittenti non chiusi, in contrasto con la *ratio legis* sottesa alla loro trattazione parzialmente unitaria.

⁵⁰⁶ M. POMPILI *ult. op. cit.*, p. 722: «Insomma, la scarsa utilizzazione di tale figura da parte della prassi sembra rappresentare non già una (con)causa del suo insuccesso, bensì la conseguenza dell'inadeguatezza (o meglio dell'ambiguità) di talune scelte normative, oltre che di una ricostruzione teorica tuttora lontana dall'essere pienamente soddisfacente.»

⁵⁰⁷ G.D. MOSCO – S. LOPREIATO, *Società quotate e disciplina speciale dei diritti dei soci*, in M. CERA – G. PRESTI (a cura di), *Il Testo Unico Finanziario*, II, Bologna, 2020.

Elevato è, dunque, il rischio di lasciare sprovvisto di salvaguardia quell' indefinito *pubblico* presso cui sono diffuse le partecipazioni e che renderebbe del tutto vana la previsione di una simile fattispecie societaria sconosciuta altrove.

Per un verso, l'applicazione delle norme imperative del Testo unico aveva comportato un costo fin troppo elevato che, venuto meno il carattere dell'accesso volontario, non si è ritenuto di far ricadere su tutti i soggetti diffusi sulla base di soli criteri oggettivi. Però, la scelta di non abrogare il modello dell'azionariato diffuso avrebbe dovuto essere affiancata dalla decisione di individuare una disciplina informativa peculiare che non fosse il risultato di una mera estensione di quanto previsto per un'altra fattispecie societaria e che avrebbe potuto condurre alla costruzione di uno scalino⁵⁰⁸ che ancora stenta a vedere la luce.

A chi scrive la decisione più opportuna pare risiedere nella soppressione di una categoria del tutto improduttiva di effetti e di sostituirla con quella più moderna⁵⁰⁹ e armonizzata delle società che accedono ai sistemi multilaterali di negoziazione, così da ergerle a rango di emittenti facenti ricorso al mercato del capitale di rischio e da applicarne la relativa disciplina codicistica.

In secondo luogo, per quanto concerne gli emittenti obbligazioni diffuse, non essendo destinatari di una disciplina diversa rispetto a quella delle s.p.a. di base, venuta a mancare l'applicazione anche nei loro confronti delle previsioni legislative extracodicistiche appena richiamate, si fa fatica a comprendere i motivi della loro esistenza. Diversi dalle società aperte al mercato del capitale di rischio, inoltre, non sono a loro rivolte le norme del Libro V comuni ai soggetti di cui al primo comma dell'articolo 2325-*bis* c.c.

Alla luce di ciò e considerato che l'abrogazione degli articoli previsti dal Testo Unico sui doveri informativi ha ridotto i margini di tutela non solo degli azionisti, ma anche degli obbligazionisti diffusi, il loro statuto non risulta difforme da quello previsto per il modello

⁵⁰⁸ Cfr. A. MIGNIOLI, *La società per azioni oggi. Problemi e conflitti*, Riv. soc., xxxv, Milano, 1990.

⁵⁰⁹ ASSONIME, *Circolare ult. cit.*, p. 37: «Tuttavia, la nozione di società diffuse tra il pubblico in misura rilevante è sconosciuta nell'ordinamento comunitario che ha invece introdotto, successivamente alla riforma del diritto societario in Italia, nel 2004 la figura dei sistemi multilaterali di negoziazione, quale *trading venue* alternativa ai mercati regolamentati. Sono nati così nei vari Stati membri dell'Unione europea i sistemi multilaterali di negoziazione (di seguito "MTF") parte dei quali dedicati al *listing* delle società (PMI), in concorrenza con i mercati regolamentati; parte di essi possono registrarsi come cd. Mercati di crescita delle PMI, nati sotto l'egida della direttiva *MiFID II* - per favorire l'accesso al capitale delle PMI - che ne ha stabilito le regole minime di funzionamento.».

unitario di base, alla cui orbita vanno, dunque, ricondotti anche i soggetti che emettono in misura notevole strumenti finanziari diversi dalle azioni.

Si ripone nelle modifiche che interverranno in sede di delega⁵¹⁰ l'auspicio che si abroghi definitivamente uno statuto che rappresenta un *unicum* nel panorama del diritto societario europeo e che configura una delle ipotesi di *goldplating*⁵¹¹ del nostro ordinamento e si attribuisca nuova linfa alla nozione di società facenti ricorso al mercato del capitale di rischio, così da farvi rientrare tutte quelle che nei fatti lo sono, in quanto quotate sui Sistemi Multilaterali di Negoziazione. Ad esse si è preferita una categoria del tutto inidonea, anche in seguito alle modifiche di cui si è dato conto nelle pagine che precedono, a rappresentare quei soggetti che sebbene non quotati sui mercati regolamentati siano comunque sostanzialmente aperti. I requisiti numerici del primo comma dell'articolo 2325-ter c.c., per quanto significativi di una dispersione delle azioni, di per sé non sono pienamente rappresentativi di fattispecie di diffusione e negoziazione alternative rispetto a quelle indicate per le società quotate. Infatti, il mercato italiano è contraddistinto da rare ipotesi di compagini azionarie con più di cinquecento soci diversi da coloro che detengano almeno il 3 per cento del capitale sociale e difficilmente c'è da attendersi un'inversione di rotta in tal senso.

Pertanto, sembra siano maturi i tempi per poter superare un modello che non ha omologhi a livello europeo e sostituirlo con quello delle società che negozino le loro azioni sugli MTF, così da definirne meglio lo scalino normativo, di cui sembrano già in *nuce* le fondamenta, a seguito dell'estensione della disciplina in materia di pubblicità dei patti parasociali contenuta all'articolo 2341-ter del Codice civile.⁵¹²

⁵¹⁰ G.D. MOSCO – F. VELLA, *ult. op. cit.*, p. 29: «D'altra parte, il disegno di legge prevede anche una delega generale al governo per rivedere il Tuf secondo principi e criteri molto ampi, in grado di ricomprendere le stesse materie per le quali si dettano norme prescrittive.»

⁵¹¹ Sugli interventi del DDL "Capitali", cfr P. MONTALENTI, *Il Ddl Capitali. Spunti di riflessione*, in *Il nuovo Diritto Societario*, n. 9, 2023.

⁵¹² G.D. MOSCO – F. VELLA, *ult. op. cit.*, in cui sono definite le caratteristiche che dovrebbe avere un buon diritto dei mercati e delle società, p. 29: «In conclusione, un buon diritto degli emittenti e dei mercati non è da solo sufficiente a sviluppare la borsa, servendo anche a molto altro, a cominciare da condizioni dell'economia e del paese attrattive e convenienti per la quotazione e l'investimento in capitale di rischio. Un cattivo diritto che comprime oltre ogni misura la contendibilità delle società quotate e riduca i diritti di *voice* dei loro azionisti non può, però, che farci tornare indietro, diminuire concorrenza ed efficienza, rendere sempre più marginale e disertato il nostro mercato di borsa, portare a un arretramento dell'intero diritto societario e, in definitiva, danneggiare il sistema economico e imprenditoriale. Se abbiamo perso le illusioni, non perdiamo il futuro.»

È, però, a tal fine indispensabile una legislazione equilibrata che tenga conto delle esigenze di informazione del pubblico degli investitori⁵¹³ e di protezione dei diritti delle minoranze azionarie delle società che accedano ai sistemi multilaterali non regolamentati e che, considerati i *trend* di crescita, non freni la quotazione sugli stessi.

⁵¹³ Sul punto, si segnala che gli MTF, disciplinati dalla direttiva *MiFID II*, sono mercati di derivazione comunitaria e l'imposizione di obblighi informativi ulteriori potrebbe comportare il rischio di dare luogo ad un'ulteriore fattispecie di *goldplating* che, conseguentemente, potrebbe ridurne l'efficacia attrattiva per i capitali nazionali ed esteri.

BIBLIOGRAFIA

ABBADESSA P. – GINEVRA E.

Sub art. 2325-bis, in G. NICCOLINI - A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Vol. I, Napoli, 2004.

ABI

DDL AS 674 Interventi a sostegno della competitività dei capitali, Memoria, Senato della Repubblica Commissione Finanze e Tesoro, 15 giugno 2023, https://www.senato.it/application/xmanager/projects/leg19/attachments/documento_evento_procedura_commissione/files/000/427/041/Memoria_ABI.pdf.

AMBROSINO F.

Le funzioni della “nuova” Consob, in F. CAPRIGLIONE (a cura di) *La nuova legge sul risparmio*, Padova, 2006.

ANGELICI C.

Le “minoranze” nel decreto 58/1998: “tutela” e “poteri”, *Riv. dir. comm.*, XCVIII, Padova, 1998.

La Riforma delle società di capitali, Padova, 2003.

La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale, Padova, 2006.

Le società per azioni, I, Principi e problemi, in A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI (diretto da), P. SCHLESINGER (continuato da) *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, 2012.

ANNUNZIATA F.

Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme, tra continuità e discontinuità, *Riv. soc.*, LXIII, Milano, 2018.

La disciplina del mercato mobiliare, Torino, 2021.

ASCARELLI T.

Tipologia delle società per azioni e disciplina giuridica, ID., *Problemi giuridici*, II, Milano, 1959.

ASSONEXT

Testo dell'audizione della dott.ssa Emilia Orsini Segretario Generale, Resp. Relazioni Istituzionali ASSONEXT e dell'Avv. Lukas Plattner membro del Comitato Scientifico di AssoNEXT, Memoria, Senato della Repubblica, Commissione Finanze e tesoro, 15 giugno 2023,

https://www.senato.it/application/xmanager/projects/leg19/attachments/documento_evento_procedura_commissione/files/000/427/047/Memoria_AsoNext.pdf.

ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE

Rapporto sulla società aperta. 100 tesi per la riforma del governo societario in Italia, Bologna, 1997.

ASSONIME

Interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali. Circolare n. 6/2024, https://www.assonime.it/attivita-editoriale/circolari/Pagine/Circolare-06_2024.aspx#:~:text=La%20circolare%20Assonime%206%2F2024,Libro%20Verde%20MEF%20del%202022.

Legge capitali: le nuove regole a sostegno della competitività del mercato dei capitali, Scheda di sintesi, <https://www.assonime.it/Stampa/Documents/scheda%20di%20sintesi%20Legge%20Capitali.pdf>.

ASSOSIM

Testo dell'audizione del Prof. Avv. Marco Ventoruzzo, Presidente ASSOSIM (7 giugno 2023) Disegno di legge A.S. 674 "Interventi a sostegno della competitività dei capitali" Audizione parlamentare, Memoria, Senato della Repubblica, Commissione Finanze e Tesoro, 7 giugno 2023, https://www.senato.it/application/xmanager/projects/leg19/attachments/documento_evento_procedura_commissione/files/000/426/945/Memoria_Assosim.pdf.

BARCELLONA E.

S.P.A. aperte e chiuse, in V. DONATIVI (diretto da), Trattato delle società per azioni, Tomo II, Milano, 2022.

BENATTI L.

Sub art. 148-bis, in F. VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F. Decreto legislativo 24 febbraio, n. 58 e successive modificazioni*, Tomo 2, Torino, 2010.

BENEDETTELLI M. V.

Profili internazionalprivatistici della disciplina comunitaria dei mercati finanziari; la Direttiva MiFID tra conflitti di legge e conflitti di giurisdizione, in R. D'Apice (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, Bologna, 2010.

BLANDINI A.

Società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e disciplina societaria, Napoli, 2004.

Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, Napoli, 2005.

BRANCADORO G.

Strumenti finanziari e mercato mobiliare, in B. LIBONATI – P. FERRO-LUZZI (a cura di), *Quaderni romani di diritto commerciale*, 9, Milano, 2005.

BRESCIA MORRA C.

Il diritto delle banche, Bologna, 2020.

BRIZZI R. – DORIA M.

La vigilanza nei mercati. Commento all'art. 74, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di C. RABITTI BEDOGNI, Milano, 1998.

BORSA ITALIANA

Schema di Disegno di Legge recante interventi a sostegno della competitività dei capitali, Audizione, Senato della Repubblica, Commissione Finanze e Tesoro, 22 giugno 2023, https://www.senato.it/application/xmanager/projects/leg19/attachments/documento_evento_procedura_commissione/files/000/427/111/Memoria_Borsa_Italiana.pdf.

Elenco quotazioni Euronext Growth Milan, <https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/euronext-growth-milan/lista.html>.

BOSI G.

Sub art. 118, in F. VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F. Decreto legislativo 24 febbraio, n. 58 e successive modificazioni*, Tomo 2, Torino, 2010.

CASTELLANO G.

L'ammissione, di diritto e d'ufficio, alla quotazione di borsa: appunti, in *Giur. Comm.*, I, 1977.

CENDON P. (a cura di)

Sub art. 2325-bis, *Commentario al Codice Civile, artt. 2325-2362, Società per azioni * costituzione, promotori, patti parasociali, conferimenti, azioni*, Milano, 2010.

CERA M.

Il capitale sociale nelle s.p.a. quotate: solo un relitto storico?, in I. CAPELLI- S. PATRIARCA (a cura di) *Il nuovo capitale sociale*, Milano, 2016.

Osservazioni al documento di consultazione del 24 novembre 2017, https://www.consob.it/o/PubblicazioniPortlet/DownloadFile?filename=/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/PMI_diffusi/Studio_Cera.pdf.

Le società con azioni quotate nei mercati, Torino, 2022.

CERA M – PRESTI G.

Il Testo Unico Finanziario: ieri, oggi, domani, in M. Cera - G. Presti, *Il Testo Unico Finanziario*, Vol. I, Torino, 2020.

CIAN G. – TRABUCCHI A.

Commentario breve al Codice Civile, Padova, 2020.

CIAN M.

I sistemi multilaterali e i mercati «semiregolamentati», in M. Cera, G. Presti, *Il Testo Unico Finanziario*, Vol. II, Torino, 2020.

COMMISSIONE MIRONE

Relazione illustrativa, *Riv. soc.*, XLV, Milano, 2000.

CONSOB

Note Tecniche, 6 maggio 1998,
https://www.consob.it/o/PubblicazioniPortlet/DownloadFile?filename=/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/NOTE_TECNICHE_MERCATI_1998.pdf.

Nota tecnica in materia di: informativa societaria, 1999,
https://www.consob.it/o/PubblicazioniPortlet/DownloadFile?filename=/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/note_tecniche_emittenti_informativa_societaria_revisione.pdf.

Chiarimenti della CONSOB in materia di emittenti strumenti finanziari diffusi e piani di azionariato diffuso a favore dei dipendenti: una recente pronuncia, Riv. soc., XLVII, Milano, 2002.

Documento di consultazione, 11 dicembre 2003, https://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_emittenti_titoli_diffusi_dicembre2003.htm.

Elenco Emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, <https://www.consob.it/web/area-pubblica/elenco-emittenti-titoli-diffusi>.

Elenco storico Emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, <https://www.consob.it/web/area-pubblica/elenco-emittenti-titoli-diffusi>.

Disegno di Legge n. 674, Interventi a sostegno della competitività dei capitali Audizione del Presidente della CONSOB Paolo Savona e del Direttore Generale della CONSOB M. Antonietta Scopelliti, Audizione, Senato della Repubblica, Commissione Finanze e Tesoro, 20 giugno 2023,
https://www.senato.it/application/xmanager/projects/leg19/attachments/documento_evento_procedura_commissione/files/000/427/055/Memoria_CONSOB.pdf.

Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane, 2022, 2023
https://www.consob.it/web/area-pubblica/abs-bs/-/asset_publisher/FfGfWyJ5e15/content/bollettino-statistico-n.-22/11793.

Piazza affari, torna ai livelli pre-Lehman Brothers la capitalizzazione nel 2023. Positivo il saldo tra ingressi e uscite sul listino principale (da 209 a 212). In crescita (+13) il numero dei titoli azionari negoziati sulla piattaforma Egm. Pubblicato l'ultimo bollettino statistico della consob sulle società di diritto italiano in borsa, 5 febbraio 2023,

https://www.consob.it/documents/1912911/3990887/cs_20240205.pdf/55a32d95-edce-6c63-c15c-c930751c5d07?t=1707121689671.

COSSU M.

Società aperte e interesse sociale, Torino, 2006.

COSTI R.

Riflessioni generali, in G. CIAN (a cura di) *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societari*, Padova 2004

COSTI R. – ENRIQUES L.

Il mercato mobiliare, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, vol. VII, Padova, 2004.

D' ALESSANDRO F.

Sub art. 2325-bis, in, F. D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Padova, 2010.

DE CHIARA R.

Disciplina dei mercati (art. 61-79), in L. LACAITA e V. NAPOLEONI (a cura di), *Il Testo unico dei mercati finanziari. Società quotate, intermediari, mercati, OPA, insider trading. Commento al DL 24 febbraio 1998, n.58*, Milano, 1998.

DE STASIO V.

Osservazioni sulla nozione di «società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio» a seguito della delibera Consob n. 14327 del 23 dicembre 2003, ovvero sulla «parabola» della società aperta, *Riv. dir. impr.*, XXIII, Napoli, 2004.

DE VITIS T.

Informazione societaria, in C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998.

DRAGHI M.

Audizione del direttore generale del Tesoro Mario Draghi, Audizione, Camera dei Deputati, Commissione Finanze, 10 dicembre 1997,

https://leg13.camera.it/_dati/leg13/lavori/stencomm/06/indag/mercato_mobiliare/1997/1210/s000r.htm.

ESPOSITO S.

Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario, Riv. dir. comm., CVIII, I, Padova, 2010.

FERRARINI G.

Sollecitazione del pubblico risparmio e quotazione in borsa, in G. E. COLOMBO E G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle Società per azioni*, Torino, 1993.

FERRI G. jr – GUIZZI G.

Il progetto di fusione e i documenti preparatori. Decisione di fusione e tutela dei creditori, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA – G.B. PORTALE, Vol. 4, *Scioglimento. Trasformazione. Fusione. Scissione. Società cooperative*, Torino, 2007.

FLICK G. M.

Gli obiettivi della Commissione per la riforma del diritto societario, Riv. soc., XLV, Milano, 2000.

GUCCIONE A. V.

Sub artt. 79-90, in F. VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F. Decreto legislativo 24 febbraio, n. 58 e successive modificazioni*, Tomo 2, Torino, 2010.

JENKINS P.

How Meloni's new 'Capital Bill' could backfire on Corporate Italy, in *Financial Times*, 11 gennaio 2024.

IRTI N.

L'ordine giuridico del mercato, Roma-Bari, 1998.

LA MARCA E.

La società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante, Riv. dir. impr., XL, Napoli, 2021.

Sub art. 4, in P. MARCHETTI – M. VENTORUZZO (a cura di) *Commentario alla legge Capitali. Legge 5 marzo 2024, n. 21*, Pisa, 2024.

LONGO M.

Spread, crescita, conti: i rischi italiani alla prova di Standards & Pool, 26 aprile 2019, Il Sole 24 ore.

MARCHETTI P.

L'autonomia statutaria nella società per azioni, *Riv. soc.*, XLV, Milano, 2000.

Tra imprese e istituzioni. 100 anni di Assonime, Le Società per azioni, IV, Roma-Bari, 2010.

MARCHETTI P. – MAGNANI P.

Sub art. 148, in P. MARCHETTI – L.A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel Tuf. Commentario al d.lgs 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998.

MAUGERI M.

Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico Finanziario*, Vol. II, Torino, 2020.

MEF

Libro Verde su La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita, 2022,

https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/dipartimento/consultazioni_publiche/LibroVerde-04.pdf.

Audizione del dott. Stefano Cappiello Dirigente Generale della Direzione Regolamentazione e Vigilanza del Sistema Finanziario. Ministero dell'economia e delle finanze – Dipartimento del Tesoro. Disegno di legge A.S. 674 "Interventi a sostegno della competitività dei capitali", Senato della Repubblica, Commissione Finanze e Tesoro, 20 giugno 2023,

https://www.senato.it/application/xmanager/projects/leg19/attachments/documento_evento_procedura_commissione/files/000/427/057/Memoria_MEF.pdf.

MIGNIOLI A.

La società per azioni oggi. Problemi e conflitti, *Riv. soc.*, XXXV, Milano, 1990.

MINERVINI G.

Commento sub art. 2325-bis, in M. SANDULLI - V. SANTORO, *La riforma delle società*, 2/I, Torino, 2003.

MIOLA M.

Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta di risparmio tra il pubblico, *Riv. dir. comm.*, CIII, I, Padova, 2005.

MOLLO G. – MONTESANTO D.

Il controllo societario nel Testo unico della finanza. Problemi e prospettive di riforma, *Quad. giur. Consob*, 8, 2015.

MONTALENTI P.

Le operazioni con parti correlate: il nuovo regolamento Consob, in *Nuovo Diritto Societario*, n. 12/2010.

Il Ddl Capitali. Spunti di riflessione, in *Nuovo Diritto Societario*, 9, 2023.

MOSCA C.

Sub art. 102, in P. MARCHETTI – L.A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel Tuf. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Vol. I, Milano, 1999.

MOSCO G. D.

Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta, *Riv. soc.*, XLIX, Milano, 2004.

MOSCO G. D. – LOPREIATO S.

Società quotate e disciplina speciale dei diritti dei soci, in M. CERA – G. PRESTI (a cura di), *Il Testo Unico Finanziario*, II, Bologna, 2020.

MOSCO G. D. – VELLA F.

Società aperta: a chi? Le illusioni perdute e un futuro da difendere, in F. BARBERA – P. LUONGO (a cura di), *L'economia, la politica, i luoghi Scritti per Fabrizio Barca*, Roma, 2024.

MOTTI C.

Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici, in R. D'APICE (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, Bologna, 2010.

MUCCIARELLI F. M.

Sub art. 102, in F. VELLA (a cura di) *Commentario T.U.F. Decreto legislativo 24 febbraio, n. 58 e successive modificazioni*, Tomo 2, Torino, 2010.

NTUK E.

Commento all'art. 116, in G. COTTIMO (a cura di), *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, Torino, 1999.

OECD

OECD Capital Market Review of Italy 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers, 2020, (online).

OLIVIERI G.

Alle origini della società aperta in *Analisi Giuridica dell'Economia*, Fascicolo 2, Bologna 2019.

OPPO G.

Sulla «tipicità» delle società quotate, *Riv. dir. civ.*, XLV, II, Roma, 1999.

PALMIERI M. (a cura di)

Il TUF fra passato e futuro. Il dibattito fra Ferruccio De Bortoli, Carmine Di Noia, Gabriele Galateri di Genola, Piergaetano Marchetti e Andrea Sironi in *Analisi Giuridica dell'Economia*, Fascicolo 2, Bologna 2019.

PARALUPI A.

Le società con azioni diffuse in maniera rilevante: una prima analisi del nuovo punto di contatto tra diritto commerciale e diritto dei mercati finanziari, *Riv. dir. comm.*, CI, I, Padova, 2003.

Le società con azioni diffuse, Roma, 2004.

Ammissione a quotazione, Emittenti Quotati ed Emittenti Diffusi, in S. AMOROSINO, C. RABITTI BEDOGNI, *Manuale di Diritto del Mercato Finanziari*, Torino, 2020.

PARRELLA F.

Art. 6, legge 28 dicembre 2005, n. 262, in A. NIGRO -V. SANTORO (a cura di) *La tutela del risparmio*, Torino, 2007.

PERNA R.

Public company e democrazia societaria: voto per delega e governo delle imprese nel capitalismo statunitense, Bologna, 1998.

PISCITELLO P.

Articolo 116, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da) *Testo Unico della Finanza*, Vol. 2, Torino, 2002.

POMELLI A.

Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate, Milano, 2014.

POMPILI M.

Le società con azioni diffuse tra fattispecie e disciplina, *Riv. dir. comm.*, CXX, Parte I, Padova, 2022.

PRESTI G.

Riforma della s.p.a. e scalini normativi, *Le Società*, XXII Milanofiori Assago (MI), 2003.

Le nuove ricette del diritto societario, in P. BENAZZO, G. PRESTI, S. PATRIARCA (a cura di), *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, Milano, 2003.

Vent'anni vissuti pericolosamente. TUF e codice civile: una convivenza difficile, *Analisi Giuridica dell'Economia*, Fascicolo 2, Bologna 2019.

PRESTIPINO M.

Sub artt. 114/2, in F. VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F. Decreto legislativo 24 febbraio, n. 58 e successive modificazioni*, Tomo 2, Torino, 2010.

PUPO C. E.

Sub artt. 165/3-165/7, in F. VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F. Decreto legislativo 24 febbraio, n. 58 e successive modificazioni*, Tomo 2, Torino, 2010.

RABITTI BEDOGNI C.

Sub artt. 113-116, in C. RABITTI BEDOGNI, *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria*, Milano, 1998.

RESCIGNO M.

Il sistema dei controlli e delle sanzioni nel TUF, considerazioni sparse, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, Fascicolo 2, Bologna 2019.

ROSSI A.

Sub art. 2325-bis, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di) *Il nuovo diritto delle società*, Vol. I, (artt. 2325-2396), Padova, 2005.

ROVELLI L.

La genesi e i contenuti qualificanti della riforma, in O. CAGNASSO e L. PANZANI (diretto da), *Le nuove s.p.a.*, Bologna, 2010.

RULLI E.

L'acquisto dello status di «società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante» tra volontà dell'emittente ed effettività della diffusione, *Riv. trim. dir. econ.*, 2018.

SALAFIA V.

Amministrazione e controllo delle società di capitali nella recente riforma societaria, in *Le società*, XXI, Milanofiori Assago (MI), 2002.

Le operazioni con parti correlate, in *Le Società*, XXIX, Milanofiori Assago (MI), 2010.

SCIUTO M.

Sub art. 2325-bis, in P. ABBADESSA, E. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, Milano, 2016.

SCOTTI CAMUZZI S.

Relazione della commissione ministeriale di studio sulla riforma delle società per azioni, in *La riforma delle società di capitali in Italia, Progetti e documenti*, Milano, 1966.

SFAMENI P.

Commento sub art. 116, in P. MARCHETTI - L.A. BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D. Lgs 24 febbraio 1998, n. 58*, Tomo I, Milano, 1999.

Strumenti finanziari diffusi tra il pubblico, in P. MARCHETTI - L.A. BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D. Lgs 24 febbraio 1998, n. 58*, Tomo I, Milano, 1999.

SICILIANO G.

150 anni di borsa in Italia: uno sguardo d'insieme, Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia, *Quaderno CONSOB*, 2011, <https://www.consob.it/o/PubblicazioniPortlet/DownloadFile?filename=/documenti/Pubblicazioni/Italiaunita150/150borsa.pdf>.

SPADA P.

Tipologia delle società e società per azioni quotata, *Riv. dir. civ.*, XLVI, Roma, 2000.

Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla «nuova» società a responsabilità limitata), *Riv. dir. civ.*, XLIX, Roma, 2003.

Il tipo delle società per azioni, in G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE *Trattato delle società per azioni*, 1*, 2004.

STELLA RICHTER M. jr

Le procedure per le operazioni con parti correlate, *Riv. soc.*, LVI, Milano, 2011.

TANTINI G.

La società quotata in borsa e in particolare sull'ammissione d'ufficio alla quotazione, *Riv. dir. civ.*, XXIV, II, Roma, 1978.

TROIANO V.

Sistemi di negoziazione. Mercati Regolamentati, in M. CERA, G. PRESTI, *Il Testo Unico Finanziario*, Vol. II, Torino, 2020.

TROVATORE V.

Commento sub art. 116, in G. ALPA - F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Tomo 2, Padova, 1998.

VELLA F.

Le società aperte: oltre il TUF? Per una discussione in Analisi Giuridica dell'Economia, Fascicolo 2, Bologna, 2019.

VISENTINI G.

I valori mobiliari, in *Trattato di diritto privato*, P. RESCIGNO (diretto da), Vol. XVI, t. II, Milano, 1985.

VITALI M.L.

Sub art. 2325 bis, in M. NOTARI (a cura di), *Costituzione. Conferimenti*, Vol. 1, Milano, 2008.

WEIGMANN R.

Luci ed ombre del nuovo diritto azionario, *Le Società*, XXII, Milanofiori Assago (MI), 2003.

GIURISPRUDENZA

Trib. Padova, Sez. I, Ord., 10/1/2012.

Cass. Civ., Sez. I, Sent., 6.4.2018, n. 8583.

Trib. Milano Sez. spec. in materia di imprese, Sent., 8.4.2021.

Trib. Milano, Sez. spec. in materia di imprese, Sent. 23.4.2021.

T.A.R. Lazio Roma, Sez. II *quater*, Sent., 08/07/2021, n. 8135.