

Società per azioni aperte e sistema delle fonti

Gian Domenico Mosco

Gian Domenico
Mosco

Le società quotate

Casebook

Quaderni di Luiss Law Review 1



Art. 2325-*bis* c.c.

- società per azioni di base
- società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante
- società con azioni quotate in mercati regolamentati

Art. 2325-bis c.c.

SOCIETÀ CHE FANNO RICORSO AL MERCATO DI CAPITALE DI RISCHIO

- società con azioni quotate in mercati regolamentati (s.p.a., s.a.p.a., soc. coop. per azioni ammesse alla quotazione dalla società di gestione del relativo mercato)
- società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante

Art. 116 TUF

EMITTENTI STRUMENTI FINANZIARI DIFFUSI TRA IL PUBBLICO (IN MISURA RILEVANTE)

ART. 2-BIS

REGOLAMENTO EMITTENTI (N. 11971/1999)

- società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante
- emittenti italiani di obbligazioni di valore nominale superiore o uguale a 5 milioni di euro e con un numero di obbligazioni superiore a 500, escluse le obbligazioni emesse da banche (118, comma 2, TUF)



Art. 2-bis

(Definizione di emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante)

1. Sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani i quali, contestualmente:
 - a) abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%;
 - b) non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell' articolo 2435 bis, primo comma, del codice civile.
2. I limiti di cui al comma precedente si considerano superati soltanto se le azioni alternativamente:
abbiano costituito oggetto di un'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio; abbiano costituito oggetto di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato, anche rivolto a soli investitori qualificati come definiti ai sensi dell'articolo 34-ter, comma 1, lettera b); siano o siano state negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione con il consenso dell'emittente o del socio di controllo ovvero siano state ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati e successivamente siano state oggetto di revoca; siano emesse da banche e siano acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze.
3. Non si considerano emittenti diffusi quegli emittenti le cui azioni sono soggette a limiti legali alla circolazione riguardanti anche l'esercizio dei diritti aventi contenuto patrimoniale, ovvero il cui oggetto sociale prevede esclusivamente lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale o volte al godimento da parte dei soci di un bene o di un servizio.
4. 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 obbligazioni superiore a cinquecento.

I dati



Società per azioni (attive)	30.323 (31 dicembre 2016 di cui 5474 unipersonali: dati Camera Comm. Milano e Infocamere)
Società per azioni e cooperative con azioni diffuse (attive)	64 (di cui 13 s.p.a. <i>in bonis</i> non appartenenti al settore finanziario) (29 luglio 2016 – dati Consob)
Società per azioni quotate	244 (29 dicembre 2017 – dati Borsa Italiana)

- **NORME SOCIETARIE (company law)**

 - regole organizzative**

Si applicano agli emittenti italiani con strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, ecc.) quotati in un mercato regolamentato italiano o della U.E.

- **NORME DI MERCATO (security law)**

 - regole su mercati, informazioni e assetti proprietari**

Si applicano se gli strumenti finanziari sono negoziati (anche) su un mercato regolamentato italiano

Tuttavia , ci sono casi di confine: per es. la disciplina dell'OPA é di mercato, ma le regole sulle tecniche difensive o sulla stessa OPA obbligatoria sono societarie (o anche societarie)

NORME PRIMARIE

- CODICE CIVILE
 - disciplina generale se non espressamente derogata
 - disciplina specifica per quotate o in genere per società aperte
- TUF - TESTO UNICO DELLA FINANZA (d.lgs. 24 feb. 1998, n. 58, testo unico dell'intermediazione finanziaria)
- ALTRE LEGGI SPECIALI

NORME SECONDARIE

- REGOLAMENTO CONSOB EMITTENTI (Reg. n. 11971 di attuazione del TUF, modificato da ultimo con la delibera n. 20250 del 28 dicembre 2017)
- ALTRI REGOLAMENTI E PROVVEDIMENTI NORMATIVI DI CONSOB E BANCA D'ITALIA

ALTRE DISPOSIZIONI APPLICABILI

- REGOLE SOCIETÀ MERCATO (Borsa italiana s.p.a.)
- PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI (IAS/IFRS)
- ATTI DI SOFT LAW (C.D. ATTIVITÀ COLLABORATIVA DELLE AUTORITÀ INDIPENDENTI)
- CODICE DI AUTODISCIPLINA (Borsa italiana – dic. 2015)

Il testo unico della finanza

- **Gli obiettivi:** a) raggruppare e coordinare le molteplici disposizioni, stratificatesi nel tempo, in materia di mercati e intermediari finanziari, comprese quelle relative alla vigilanza e alla trasparenza del loro operato; b) sancire i principi della privatizzazione e liberalizzazione di mercati e operatori; c) innovare la disciplina delle società emittenti titoli quotati, specialmente con riguardo alla tutela delle minoranze, allineandola a quella dei mercati più progrediti di altri paesi europei.
- **La situazione preesistente:** Nel TUF confluisce in massima parte la disciplina dettata dal d.lgs. 23 luglio 1996 n. 415 (c.d. decreto Eurosim) con il quale sono state recepite le direttive comunitarie in materia di intermediazione finanziaria, la n. 93/22 relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari e la n. 93/6 in materia di adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi, eliminando la riserva di attività in favore delle SIM contenuta nella precedente l. n. 1/1991.
- **Le ultime modifiche:** la disciplina comunitaria dei mercati finanziari UE è stata dettata dalla direttiva MiFID o *Markets in financial instruments directive* (2004/39/EC) dal 31 gennaio 2007 al 2 gennaio 2018. Dal 3 gennaio 2018 è entrata in vigore in tutta l'Unione la nuova direttiva MiFID II (2014/65/EU) che, insieme alla MiFIR o *Markets in financial instruments regulation* (regolamento EU n. 600/2014) ha preso il posto delle precedente regolamentazione europea. Per effetto del recepimento della MiFID II il TUF è stato da ultimo modificato con il d.lgs. n. 129 del 3 agosto 2017.

Il testo unico della finanza: la struttura

❖ La struttura

- La struttura del TUF risulta particolarmente articolata, essendo il testo normativo composto di ben sei parti (a loro volta, suddivise in titoli, capi, sezioni). Ciò rende difficile procedere a un raggruppamento omogeneo delle materie trattate, atteso che la regolazione del TUF ha per oggetto una gamma estremamente varia e variegata di soggetti, attività e condotte, collegati fra loro o dalla operatività nel settore finanziario o dall'essere componente strutturale del sistema stesso.

❖ Contenuto e materie

- **Parte I** (*Disposizioni comuni*): espone le disposizioni comuni a tutti i capi della legge, concernenti le definizioni della materia trattata, i rapporti col diritto comunitario e il coordinamento con le autorità di vigilanza estere.
- **Parte II** (*Disciplina degli intermediari*): contiene un'organica disciplina degli intermediari finanziari, che comprende in primo luogo le disposizioni relative alla vigilanza, affidata alla CONSOB e alla Banca d'Italia (titolo I), quindi le norme sulla prestazione dei servizi e delle attività di investimento (titolo II). Sono pertanto disciplinati i soggetti abilitati a prestare tali servizi, le modalità di svolgimento di questi ultimi, il peculiare regime della loro offerta transfrontaliera e fuori sede, nonché l'applicabilità della *class action* agli interessi degli investitori. Il titolo III detta invece le disposizioni concernenti la gestione collettiva del risparmio e più precisamente codifica i due soggetti autorizzati alla gestione in monte, ossia le Società di Gestione del Risparmio (SGR) e le Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV). Il titolo IV disciplina le situazioni di crisi degli intermediari e i provvedimenti ingiuntivi nei loro confronti.

Il testo unico della finanza: la struttura

(Segue)

❖ Contenuto e materie

- **Parte III (Disciplina dei mercati):** contiene la normativa in materia di mercati e gestione accentrata di strumenti finanziari, integralmente modificata dal d. lgs. n. 129/2017 in attuazione della MIFID II, dettando al titolo I definizioni e principi di regolamentazione. Il titolo I-bis disciplina le diverse sedi di negoziazione, mentre il titolo I-ter i servizi di comunicazione dati. I titoli II e II-bis sono dedicati alla disciplina, rispettivamente, delle controparti e dei depositari centrali, mentre il titolo II-ter si occupa dell'accesso alle infrastrutture di post-trading.
- **Parte IV (Disciplina degli emittenti):** comprende la normativa sugli emittenti, che a sua volta, dopo le disposizioni generali introduttive (titolo I), si articola nelle regole disciplinanti l'appello al pubblico risparmio (titolo II), suddiviso negli istituti dell'offerta al pubblico di strumenti finanziari e dell'offerta pubblica di acquisto o di scambio (OPA). Il titolo III disciplina invece gli emittenti strumenti finanziari e, in particolare, le società con azioni quotate, dettando specifiche norme in materia di *disclosure* periodica, assetti proprietari, diritti dei soci (con particolare enfasi sulle modalità di esercizio del diritto di voto e sul regime delle azioni di risparmio), *corporate governance* e revisione legale dei conti.
- **Parte V (Sanzioni):** descrive nel dettaglio tutte le condotte penalmente rilevanti che possono essere poste in essere nell'ambito dei mercati finanziari, corredandole con le rispettive sanzioni sia di carattere penale sia amministrativo. In questo novero di condotte spiccano per la loro rilevanza i reati di abuso di informazioni privilegiate (*insider trading*) e manipolazione del mercato (in precedenza rubricato col nome di agiotaggio su strumenti finanziari).
- **Parte VI (Disposizioni transitorie e finali):** si tratta della parte conclusiva del testo legislativo.

I MERCATI REGOLAMENTATI E NON



L'AMMISSIONE AL MTA

25%
Flottante MTA

Requisiti di ammissione

L'ammissione a quotazione su MTA e la permanenza sul mercato dipendono dal rispetto di alcuni requisiti.

Flottante	25%
Bilanci certificati	Ultimi tre bilanci certificati
Offerta	Investitori professionali e privati
Corporate governance	Raccomandato (codice di corporate governance)
Investor relation	Raccomandato
Principale advisor	Sponsor/Global Coordinator (intermediari autorizzati)
Informativa	Necessaria informativa al pubblico su operazioni straordinarie e significativi eventi società
Parti correlate	Procedure e obblighi informativi
Dati economici e finanziari	Necessario un bilancio annuale, semestrale e resoconti intermedi di gestione

Per saperne di più

Consulta www.borsaitaliana.it, scrivi a primarymarkets@borsaitaliana.it o chiamaci -39 02 72426 898.

Processo di ammissione

Preparazione	Due diligence	Ammissione e collocamento
Eventuale riorganizzazione società/ gruppo e modifiche di governance	Business due diligence	Analisi documentazione da parte di Borsa Italiana e CONSOB
Certificazione bilancio e adozione principi contabili internazionali	Controllo di gestione adeguato (SCG) alle caratteristiche dell'azienda e al mercato di quotazione	Procedimento di ammissione a quotazione
Definizione piano industriale	Costruzione equity story	Roadshow in Italia e all'estero e book building per collocamento istituzionale
Primi contatti con Borsa Italiana e scelta consistenti.	Organizzazione del consorzio di collocamento.	Collocamento al pubblico risparmio.

IL SEGMENTO STAR

35%
 Flottante
 segmento STAR

Il segmento STAR

Il segmento STAR nasce nel 2001 per valorizzare le eccellenze italiane di media capitalizzazione nei confronti degli investitori istituzionali italiani e internazionali.

Il segmento STAR del Mercato MTA di Borsa Italiana è dedicato alle medie imprese che si impegnano a rispettare requisiti di eccellenza in termini di trasparenza e comunicazione, liquidità e corporate governance.

Borsa Italiana sostiene continuamente la visibilità delle Società STAR con le tappe delle STAR Conference che portano le aziende quotate a presentarsi alla comunità degli investitori istituzionali internazionali nelle piazze di Milano e Londra.

Liquidità

- Capitalizzazione compresa tra €40 milioni e 1 miliardo
- Flottante pari ad almeno il 35% del capitale
- Presenza di uno specialist

Trasparenza e comunicazione

- Informazioni per il mercato disponibili sul sito internet anche in inglese
- Semestrale entro 60 giorni dalla chiusura del semestre precedente e entro 90 giorni dalla chiusura dell'esercizio in itinere dalla IV trimestrale
- Investor relation obbligatorio.

Governance

- Presenza di amministratori indipendenti in CDA
- Presenza di comitati interni al CDA
- Remunerazione incentivante per il top management.

GLI INDICI FTSE

Indice	Descrizione
FTSE Italia All-Share	Rappresenta i titoli delle società appartenenti agli indici FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap ed FTSE Italia Small Cap.
FTSE MIB	Misura la performance dei primi 40 titoli italiani per dimensione e liquidità.
FTSE Italia Mid Cap	Rappresenta i 60 titoli delle società con maggior capitalizzazione, escludendo i componenti del FTSE MIB.
FTSE Italia Small Cap	È composto dalle altre azioni, al di fuori dell'indice FTSE MIB e del FTSE Italia Mid Cap che rispettano requisiti minimi di liquidità e flottanza.
FTSE Italia Micro Cap	Tutte le azioni non rappresentate dall'Indice FTSE Italia All-Share per criteria di liquidità.
FTSE Italia STAR	Rappresenta le società appartenenti al segmento STAR. Contemporaneamente le società STAR fanno parte anche degli altri indici a seconda della loro dimensione e liquidità.
Indici settoriali	Le società sono comprese anche in indici settoriali, a seconda della loro attività.

FTSE AIM Italia rappresenta tutti i titoli quotati su AIM Italia.

Le società quotate su MTA sono rappresentate dalla serie italiana FTSE, revisionata su base trimestrale in modo da permettere alle società di essere sempre nell'indice più adatto a rappresentarle.

Le società MTA possono appartenere agli indici in relazione alle loro caratteristiche: le prime 40 società per dimensione e liquidità appartengono al FTSE MIB.

Le società STAR, oltre ad appartenere agli indici che caratterizzano MTA, hanno anche un indice appositamente studiato per loro.

Il codice di autodisciplina

Le tappe del percorso evolutivo

1999	Elaborazione del codice su iniziativa di Borsa Italiana S.p.A. a opera del comitato presieduto da Stefano Preda (composto da rappresentanti di emittenti e di investitori istituzionali coadiuvato da tre esperti)
2002	Revisione del codice per una maggiore aderenza alla <i>best practice</i> internazionale
2006	Nuova versione del codice ad opera del comitato per la <i>corporate governance</i> coordinato da Massimo Capuano resa necessaria dalla riforma del diritto societario del 2003: viene introdotta la distinzione tra “principi” e “criteri applicativi”
2010	Modifica dell’art. 7 del codice (remunerazione degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche) al fine di recepire le parti della Raccomandazione Europea n. 2009/385/CE non incluse nell’art. 123-ter t.u.f.
2011	Nuova versione del codice ad opera del comitato per la <i>corporate governance</i> presieduto da Gabriele Galateri di Genola
2015	Apportate modifiche di dettaglio al codice volte a recepire alcuni principi in materia di corporate social responsibility, rafforzare i

L'adesione al codice di autodisciplina

Il principio “comply or explain”

- Gli emittenti possono aderire o non aderire al Codice di autodisciplina; se vi aderiscono possono osservarne o non osservarne le norme, ma devono spiegare perché non aderiscono al Codice o non ne rispettano alcune regole e indicare l'adozione di eventuali strumenti e presidi diversi al fine della piena trasparenza e comprensione, da parte del mercato, del modello di governo societario applicato dalla società.
- L'art. 123-*bis* t.u.f., comma 2, lett. a), impone agli emittenti di indicare nella relazione sul governo societario “l'adesione ad un codice di comportamento in materia di governo societario promosso da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, motivando le ragioni dell'eventuale mancata adesione ad una o più disposizioni, nonché le pratiche di governo societario effettivamente applicate dalla società al di là degli obblighi previsti dalle norme legislative o regolamentari”.

Principi, criteri applicativi e commento

Ciascun articolo del Codice è suddiviso in *principi, criteri applicativi e commento*. I *criteri applicativi* indicano i comportamenti raccomandati in quanto tipicamente necessari per realizzare gli obiettivi indicati nei *principi*. I *commenti* hanno invece una duplice finalità: *i)* chiarire, anche attraverso alcuni esempi, la portata dei *principi* e dei *criteri applicativi* cui si riferiscono; *ii)* descrivere ulteriori condotte virtuose, meramente auspiccate, quali possibili modalità per perseguire gli obiettivi indicati nei *principi e criteri applicativi*.

Il codice di autodisciplina (dal 2011)

Le ragioni della revisione

- Semplificazione
 - raggruppamento delle raccomandazioni in 10 articoli;
 - articolazione di alcune *best practice* in funzione della dimensione e della complessità dell'emittente (per es. numero di amministratori indipendenti, nomina di un *lead independent director*, possibilità di non istituire comitati);
 - chiarimento e rafforzamento delle raccomandazioni, anche alla luce delle più recenti *best practice* nazionali e internazionali.

- Adeguamento normativo
 - Necessità di modificare il contenuto delle raccomandazioni rese obsolete o ridondanti dai recenti interventi normativi in materia di:
 - ❖ assemblee e diritti degli azionisti
 - ❖ *audit* e nuovi compiti del collegio sindacale
 - ❖ remunerazione
 - ❖ operazioni con parti correlate
 - ❖ abusi di mercato

Il codice di autodisciplina (dal 2011)

I contenuti

- ❖ Ruolo del c.d.a.
- ❖ Composizione del consiglio di amministrazione
- ❖ Organizzazione e compiti dei comitati
- ❖ Nomina del c.d.a.
- ❖ Razionalizzazione del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi
- ❖ Rapporto con gli azionisti
- ❖ Tempistica