



Milano, 9 agosto 2018

Via SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno

Spett.le  
Commissione Nazionale per le Società e la Borsa  
Divisione Strategie Regolamentari  
Via G.B. Martini, n. 3  
00198 Roma

**Oggetto - Adeguamento della normativa nazionale al Regolamento (UE) 2017/1129 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato**

Con riferimento al documento di consultazione in oggetto, intendiamo ringraziare Codesta Spettabile Commissione per l'opportunità di formulare osservazioni relative alle proposte allo studio. Si autorizzano sin d'ora la pubblicazione e la divulgazione del presente contributo.

**1. La soglia di esenzione. Le tre opzioni proposte dalla Commissione**

Si premette innanzitutto che, in relazione alle tre possibili opzioni formulate dalla Commissione relativamente all'eventuale modifica della soglia per l'applicazione dell'esenzione da pubblicazione del prospetto, appare preferibile, anche sulla scorta delle altre esperienze europee, l'Opzione 2.

Invero, l'Opzione 0 appare sacrificare eccessivamente le esigenze di agevolare la raccolta di capitali da parte delle società mediante accesso ai mercati finanziari. Tali esigenze, che la Commissione stessa ha individuato e cui la stessa attribuisce rilievo nel documento di consultazione, paiono di particolare rilevanza anche alla luce della riduzione nell'afflusso di risorse finanziarie da parte di altre fonti di finanziamento, in particolare per le PMI, e si pensi in proposito alla contrazione nel credito bancario cui fa riferimento, peraltro, anche l'*Action Plan* per una *Capital Markets Union*. Sul punto vale la pena rammentare che in Italia, rispetto alla fine del 2011, lo *stock* di impieghi bancari destinati al sistema produttivo, per le società non finanziarie e le imprese produttrici, si è ridotto di ben 180 miliardi <sup>(1)</sup>, mentre la raccolta di capitali sui mercati destinati alle PMI nell'Unione Europea è passata da una media annua di 11 miliardi di euro negli anni 2005-2007 a una media annua pari a 2,8 miliardi di euro nel periodo 2008-2015 <sup>(2)</sup>.

L'Opzione 1, che prevede un generalizzato innalzamento della soglia a 8 milioni di euro per tutte le società, comporta evidentemente un sacrificio nella tutela degli investitori a fronte di una facilitazione nella raccolta di risorse finanziarie. Se rendere più agile tale raccolta pare un obiettivo meritevole di attenzione,

---

<sup>(1)</sup> Centro Studi CNA, luglio 2018.

<sup>(2)</sup> AFME, *The Shortage of Risk Capital of Europe's High Growth Businesses*, marzo 2017, p. 64.

Milano

Roma

London

Brussels

Shanghai



una ragione ostativa consiste nel fatto che l'agevolazione data dall'innalzamento della soglia prescinderebbe dal fatto che le società che ne beneficiano siano sottoposte a un vaglio di "merito" delle stesse, che possa compensare la minor tutela degli investitori stessi. Viceversa, consentire a qualsiasi società, a prescindere dal tipo sociale e dalla sua sottoposizione a regole di *governance* e di trasparenza, una più ampia raccolta, in assenza di ulteriori requisiti cui sottoporre le stesse, potrebbe portare al manifestarsi di situazioni di opacità.

L'Opzione 2 appare dunque quella che meglio consente di contemperare le due esigenze di tutela degli investitori e facilitazione nell'accesso al mercato dei capitali. Tale opzione, in particolare, tiene in debita considerazione il fatto che sempre più società, nel contesto italiano, accedono ai mercati non solo attraverso la strada maestra della quotazione in un mercato regolamentato, ma anche attraverso altri diversi canali, quali i portali di *equity crowdfunding* <sup>(3)</sup> e la quotazione di strumenti finanziari sui sistemi multilaterali di negoziazione (ad esempio, l'AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale <sup>(4)</sup> – o l'ExtraMotPro). Peraltro, l'Opzione 2 dovrebbe essere estesa a tutti gli emittenti quotati su un sistema multilaterale di negoziazione e non solo su uno SME *Growth Market*, tenuto conto che i pregnanti obblighi informativi di cui al Regolamento UE 596/2014 sono sempre applicabili.

Quanto alle ragioni che giustificano un innalzamento della soglia, si noti che ciò, tra l'altro, consentirebbe alle società che vogliono emettere azioni o obbligazioni convertibili per un ammontare tra 5 e 8 milioni di euro di coinvolgere i soci già esistenti, effettuando dunque un aumento di capitale in opzione senza ricorrere direttamente – ma solo per la parte inoptata – a investitori professionali, così limitando il rischio di diluizione per i soci preesistenti, il che risulta particolarmente utile laddove si tratti di soci "storici" con un orientamento di lungo termine. In altri termini, in caso di incremento della soglia in esame, le società interessate potrebbero essere incentivate a promuovere raccolte – in opzione – sino a massimi 8 milioni di euro, per poi procedere a collocare l'inoptato presso soci o terzi per ammontari maggiori di quelli attuali (ove si consideri che la maggior parte delle offerte in opzione sono effettuate per cifre poco inferiori alla soglia dei 5 milioni di euro).

In generale, i contesti regolati come, in particolare, i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione implicano che le società che accedono ai mercati finanziari attraverso gli stessi siano sottoposte alla vigilanza della Commissione – quantomeno per taluni aspetti – e dell'autorità di gestione del mercato. Inoltre, tali società, anche fuori dai mercati regolamentati, sono soggette a regole più stringenti rispetto alle società di diritto comune, e sovente decidono di applicare *best practices* che rafforzano ulteriormente la loro *governance* e le tutele degli investitori. Ad esempio, alle società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione è richiesto di fornire un notevole flusso di informazioni al mercato, sia dal punto di vista regolamentare, in virtù dell'applicazione a tale società del Regolamento UE 596/2014, sia per l'applicazione di *best practices*, e si pensi in proposito alla prassi consolidata tra le società negoziate su AIM Italia di fornire un'ampia informazione preassembleare sotto

---

<sup>(3)</sup> Rispetto all'*equity crowdfunding*, nel primo semestre 2018 la raccolta ha superato i 14 milioni di euro (1,3 milioni nel 2014, 4,3 milioni nel 2016, 11,7 milioni nel 2017), *Mercato equity crowdfunding in Italia (infografica)*, pubblicato in <http://www.crowdfundingbuzz.it>, agosto 2018.

<sup>(4)</sup> Qualificato anche come *SME Growth Market* ai sensi della Direttiva UE 65/2014, c.d. MIFID II. Il mercato AIM, giunto al primo decennio di vita, ha spinto oltre 100 imprese a quotarsi con una raccolta che ha superato i 4 miliardi di euro e una capitalizzazione complessiva pari a 6,8 miliardi di euro (maggio 2018). Da una recente analisi, nel 2017 le imprese quotate su AIM hanno generato un fatturato aggregato di circa 4 miliardi di euro, con oltre 18.000 risorse impiegate e oltre 6.000 posti di lavoro creati *ex novo post* quotazione, considerando anche le società poi passate su MTA, Borsa Italiana S.p.A., <https://www.borsaitaliana.it/notizie/news/aim-italia-conference.htm>, maggio 2018.



forma di relazione illustrativa sulle materie poste all'ordine del giorno.

L'innalzamento della soglia a 8 milioni di euro è, altresì, necessario affinché il mercato domestico possa essere competitivo nel panorama internazionale. Francia, Gran Bretagna e Germania, ossia le economie di maggiore dimensione nell'Unione Europea, hanno già adottato alla data odierna la soglia massima di 8 milioni di euro al fine di favorire la raccolta delle PMI e questa è sicuramente una robusta ragione per adottare l'Opzione 2, evitando però al contempo ulteriori gravosi oneri e costi per le imprese italiane rispetto alle concorrenti estere.

## 2. I presidi informativi

La Commissione propone per le offerte che sfruttano l'esenzione relativa agli 8 milioni di euro un presidio informativo, dato dalla "codificazione" dei requisiti previsti dalla Comunicazione Consob n. DIE/13028158 del 4 aprile 2013.

Preliminarmente si dà per assunto che il *surplus* informativo dato da tale codificazione si applichi solamente alle società che sfruttino l'innalzamento dell'esenzione, e dunque relativamente alle sole offerte che si collochino in una fascia compresa tra i 5 e gli 8 milioni di euro.

In secondo luogo, ci pare opportuno che l'eventuale codificazione degli obblighi informativi previsti dalla suddetta comunicazione non preveda che questi vengano generalmente estesi a tutte le società che effettuino un'offerta al pubblico, ma solo ed esclusivamente a quelle società che pongano in essere l'offerta nel contesto di un'operazione di rafforzamento patrimoniale a fronte di una situazione di crisi o di difficoltà finanziaria.

In tal senso, la Comunicazione n. DIE/13028158 del 4 aprile 2013, con i relativi obblighi informativi, si applicherebbe alle società e alle tipologie di operazioni per cui tali obblighi sono stati originariamente pensati, come emerge chiaramente dal contenuto stesso di tali obblighi. Essi, infatti, fanno riferimento alla stima del capitale circolante e del fabbisogno finanziario, alla congruità dei proventi dell'offerta, essendo dunque chiaramente finalizzati a consentire all'investitore una valutazione su un investimento particolarmente rischioso e peculiare per le finalità dell'offerta e il contesto in cui viene effettuata.

Alla luce di quanto precede, ci pare, dunque, opportuno limitare l'imposizione dei predetti obblighi informativi alle sole società che, nell'effettuare un'offerta al pubblico avvalendosi della citata esenzione, abbiano lo scopo di rafforzare la propria struttura finanziaria al fine di porre in essere processi di risanamento aziendale. Si propone di mantenere, invece, invariati gli obblighi informativi in presenza di operazioni effettuate per motivi differenti da quelli del risanamento della società. Ciò sembra, d'altro canto, simmetrico rispetto alle regole di diritto comune che non prevedono un obbligo di dettagliare la propria situazione finanziaria nel caso in cui venga realizzato un aumento di capitale o un'emissione di obbligazioni, fuori dal caso di cui all'articolo 2446 c.c., e dunque di un'emissione che trovi la sua ragione in una situazione di criticità finanziaria, perciò richiedendosi la redazione di una situazione patrimoniale da sottoporre all'assemblea dei soci.

In effetti, l'imposizione di obblighi informativi che costringano a ottenere ed elaborare, allo scopo di fornire le informazioni richieste, dettagliate informazioni finanziarie inerenti il capitale circolante e il fabbisogno finanziario della società, comporterebbero costi e tempi tali da frustrare gli espressi intenti di semplificazione e agevolazione nella raccolta di capitali, spingendo le società a mantenersi sotto la



preesistente soglia di 5 milioni. Si tenga conto che, talvolta, la realizzazione di un aumento di capitale può essere funzionale alla soddisfazione di esigenze finanziarie che deve essere effettuata in un breve periodo, richiedendo una celerità per realizzare, ad esempio, un'operazione straordinaria, che sarebbe ulteriormente frustrata dall'imposizione.

Sul punto, un *surplus* informativo è giustificato per le società che versano in situazioni di difficoltà finanziaria. Fuori da tale caso, per la generalità delle società, l'innalzamento della soglia per l'esenzione pare bilanciato dal limite nella sua applicazione a quelle società che, avendo azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione o mercati regolamentati, sono sottoposte a obblighi informativi generali che rendono dunque l'investitore in grado di ottenere più e migliori informazioni riguardo le stesse rispetto alle società non negoziate. L'imposizione di un ulteriore obbligo informativo, in assenza di una precisa motivazione data dalla presenza di una situazione di crisi, sembrerebbe, quindi, ultronea in un quadro in cui sulla società, in virtù dell'applicazione di obblighi informativi ulteriori inerenti le informazioni privilegiate, o sviluppati per prassi, è comunque disponibile un quadro informativo completo e tendenzialmente aggiornato.

In particolare, per quel che concerne gli emittenti le cui azioni sono negoziate su un sistema multilaterale di negoziazione, già soggetti alla complessa e articolata disciplina dettata dal Regolamento UE 596/2014, è da evitare qualsivoglia onere informativo supplementare che possa dare luogo a fenomeni di *gold plating* o *red tape* legati all'introduzione di ulteriori presidi informativi rispetto a quelli previsti dalla legislazione dell'Unione Europea in tema di informazioni *price sensitive*. Sul punto, giova rammentare che uno dei capisaldi della *Capital Markets Union (CMU) Mid-term Review* ("**CMU**")<sup>(5)</sup> è proprio quello di alleviare la burocrazia e i costi di *compliance* per le piccole e medie imprese che si quotano sui mercati a queste dedicati al fine di aumentare l'indispensabile offerta di IPO e assicurarne il successo. Inoltre, per evitare inutili duplicazioni informative rispetto ai predetti emittenti, che possono scaturire dalla presentazione al mercato di diversi documenti (es. il comunicato stampa ex art. 17, Regolamento UE 596/2014 e la relazione illustrativa preassembleare), è suggeribile precisare nel testo del regolamento la piena sufficienza del comunicato *price sensitive*, da divulgare in occasione delle operazioni straordinarie di cui sopra, a soddisfare le esigenze informative degli azionisti e degli investitori. Ciò al fine di evitare che eventuali informazioni rilevanti siano incluse in documenti diversi da quelli distribuiti attraverso i sistemi di diffusione delle informazioni regolamentate come nel caso delle relazioni illustrative oggi predisposte su base volontaria e non inserite su SDIR.

Quanto alle offerte realizzate tramite portali *on-line* per la raccolta di capitale di rischio (*equity crowdfunding*) si condivide l'impostazione formulata dalla Commissione considerato che la raccolta tramite detti portali si svolge in un "ambiente regolato", essendo previsti dall'attuale Regolamento Consob sull'*equity crowdfunding* una serie di presidi a tutela degli investitori.

In merito poi agli emittenti le cui azioni sono quotate su un mercato regolamentato, dovrebbero rimanere invariati gli obblighi informativi di cui al Regolamento UE 596/2014, all'art. 125-ter, D.Lgs. 58/1998 e al Regolamento Consob 11971/99. Anche se un ripensamento della legislazione a livello primario è forse impellente per evitare i citati problemi di *gold plating* o *red tape*.

In conclusione, quanto all'adempimento degli obblighi informativi, si ritiene che sia opportuno rimettere agli emittenti la valutazione caso per caso dei contenuti minimi e delle modalità di rappresentazione

---

<sup>(5)</sup> Sul punto, si veda da ultimo *Capital Markets Union (CMU) Mid-term Review*, giugno 2017, in [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf)



dell'operazione rilevante, al fine di assicurare la necessaria flessibilità in termini di chiarezza e trasparenza, considerato che la raccolta può avere finalità diverse da quelle della citata Comunicazione 13028158/2013 (la maggiore parte delle offerte in discussione è, peraltro, orientata alla raccolta di risorse finanziarie per supportare la crescita per linee interne ed esterne dell'offerente).

Tutt'al più potrebbe essere *raccomandato* agli emittenti di redigere i comunicati *price sensitive*, da divulgare in occasione delle decisioni e di programmi relativi ad aumento del capitale o emissione di obbligazioni convertibili od obbligazioni, nell'osservanza delle modalità di rappresentazione e dei contenuti minimi indicati dalle Istruzioni al Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. previsti in tema di comunicati *price sensitive*.

### **3. La soglia ai fini dell'offerta pubblica di acquisto**

La Commissione ha rilevato come un innalzamento della soglia di applicazione dell'esenzione avrebbe ricadute anche sulla definizione di "*offerta pubblica di acquisto o di scambio*" e sull'applicabilità della relativa normativa contenuta nel TUF, in particolare per quanto concernente la disciplina in materia di offerte pubbliche di acquisto o di scambio volontarie. Su questo versante, per le stesse ragioni sopra esposte connesse alla sussistenza di un contesto regolato, anche su un piano informativo, si ritiene opportuno l'innalzamento della soglia a 8 milioni di euro anche per le offerte promosse nei confronti di società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione, ove il regolamento del mercato preveda l'obbligo per gli offerenti di redigere un documento di offerta <sup>(6)</sup>, che dunque si può ritenere fornisca già un quadro sufficientemente preciso e dettagliato a riguardo.

Ciò anche la fine di favorire la contendibilità delle imprese negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione, tenendo presente che sovente l'uscita dal mercato rappresenta lo sbocco naturale del loro percorso di crescita. La predetta contendibilità sarebbe compromessa qualora l'acquirente dovesse essere tenuto a ottenere l'approvazione del documento di offerta da parte dell'Autorità di Vigilanza, poiché un procedimento più complesso, costoso e oneroso, potrebbe scoraggiare gli investitori professionali che operano sul mercato delle PMI e orientare i loro investimenti verso società che non richiedano tali adempimenti.

\*\*\*\*\*

Per qualsiasi chiarimento che si rendesse con riferimento a quanto sopra, restiamo a disposizione ai seguenti recapiti: Avv. Lukas Plattner, tel. 02725511, e-mail: [l.plattner@nctm.it](mailto:l.plattner@nctm.it); Prof. Avv. Luigi Ardizzone, tel. 02725511, e-mail: [l.ardizzone@nctm.it](mailto:l.ardizzone@nctm.it).

Con osservanza.

Nctm - Studio Legale

---

<sup>(6)</sup> Si veda, ad esempio, l'art. 6-bis, comma 5, Regolamento Emittenti AIM Italia, che prevede l'obbligo per gli offerenti di redigere un documento di offerta.