

XII CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI
PROFESSORI UNIVERSITARI DI DIRITTO COMMERCIALE
"ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"LA LIBERTÀ D'IMPRESA"
ROMA, 17-18 SETTEMBRE 2021

FILIPPO ANNUNZIATA

**"IL MIGLIORE DEI MONDI POSSIBILI"?
L'ACCESSO DELLE PMI ALLE TRADING VENUES: LIBERTÀ,
CONDIZIONAMENTI E GOLD-PLATING.**

SOMMARIO. 1. Introduzione e scopo dell'indagine. 2. Cinque variabili. 2.1. Accesso ai mercati regolamentati (e diritto dell'Unione). 2.1.1. Emittenti quotati, legislazione eurounitaria e discipline interne. 2.1.2. I codici di autodisciplina. 2.2. I vincoli derivanti dalle regole elaborate dagli MTF: il caso dell'Italia, Germania, Francia, Spagna, Romania e dei paesi scandinavi. 2.3. Gli MTF "ordinari" (non di crescita). 2.3.1. Il mercato CAN ATS di Bucarest. 2.3.2. Il segmento *m:access*: Börse München Freiverkehr (MUNG) e Börse München Freiverkehr Gettex (MUND). 2.4. I cc.dd. MTF di crescita. 2.4.1. Il mercato First North Sweden. 2.4.2. Euronext Growth Parigi. 2.4.3. Il mercato BME Growth. 2.4.4. AIM Italia. 2.4.4.1. AIM e OPA obbligatoria. 2.4.4.2. *Gold plating* statutario e vincoli autoimposti sull'AIM. 2.4.4.3. In particolare: la *governance* delle società AIM. 3. Politiche di *engagement*, investitori istituzionali, e finanza "sostenibile". 4. Alla ricerca di un punto di equilibrio tra autonomia, accesso al mercato, e vincoli alla libertà d'impresa. 4.1. Dalla *race to the bottom*, alla ricerca di modelli ipervirtuosi. 5. Conclusioni e una proposta.

* * *

1. Introduzione e scopo dell'indagine.

L'assunto che viviamo nel "migliore dei mondi possibili" è, come noto, al centro della filosofia di Gottfried Wilhelm von Leibniz (Lipsia, 1646 - Hannover, 1716). Secondo Leibniz, poiché Dio è onnipotente e onnisciente, egli sapeva, al momento della Creazione, quale mondo, tra i molteplici possibili, era il migliore, e lo creò. Il mondo esistente è dunque il migliore di tutti i mondi possibili. Voltaire (Parigi, 1694-1778), la pensava diversamente. In *Candide* (1758) il protagonista del romanzo - discepolo del dottor Pangloss (a sua volta seguace di Leibniz) - vede e soffre tali sventure da non poter credere che questo sia il migliore dei mondi possibili. Ritiratosi con i compagni sulle sponde della Propontide, scopre che il segreto della felicità è "coltivare il proprio giardino", secondo un sano pragmatismo, alieno da idealismi eccessivi.

Osservando il panorama della legislazione UE sui mercati dei capitali si ha, a volte, la sensazione che esso assomigli più al mondo di Voltaire che non a quello di Leibniz. È questo il caso, in particolare, delle regole che si applicano alle PMI che desiderano accedere alle diverse sedi di negoziazione: un argomento di fondamentale importanza nel contesto del fiorente dibattito sulla necessità di favorire e accelerare lo sviluppo dei mercati dei capitali dell'UE. Pragmatismo, approccio caso per caso, assenza di un approccio sistemico globale sembrano essere la regola, con impatti diversi sulla libertà degli assetti organizzativi delle imprese, e delle loro regole di funzionamento.

Considerando gli attuali assetti, non è difficile ravvisare significativi margini miglioramento, da riguardare nell'ambito del più ampio dibattito sulla regolamentazione delle società quotate nei mercati regolamentati.

La disamina dei profili di specialità delle società quotate costituisce, in vero, un classico filone di indagine. Senza avere la pretesa, in questa sede, di ripercorrere, o anche solo di richiamare, l'intero dibattito su queste questioni, le riflessioni su questi profili sono a volte connotate, per le società quotate nei mercati regolamentati, da una sorta di dualismo: da un lato, si guarda alla disciplina della società azionaria di tipo "comune"; dall'altro a quella della società quotata o che fa ricorso al "mercato del capitale di rischio". Questo approccio è, per molti aspetti, da sempre connaturato nella stessa natura e struttura delle regole applicabili

all'emittente quotato nei mercati regolamentati, rispetto a quelle applicabili alle società non quotate¹.

In Italia, il dualismo società quotata/società non quotata è stato, in parte, sfumato dalla Riforma del diritto societario del 2003, che ha introdotto regole applicabili agli emittenti che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (non necessariamente quotati). Tuttavia, la Riforma del 2003, per ragioni legate allo stato e all'evoluzione dei mercati secondari, quali si presentavano all'epoca, ha consegnato all'interprete un assetto incompleto, stante il fatto che la nozione di società che ricorre al mercato del capitale comprende i cc.dd. emittenti titoli diffusi, ma non anche gli emittenti i cui titoli sono negoziati su sistemi di negoziazione alternativi rispetto ai mercati regolamentati (*in primis*, gli MTF): una soluzione questa, comprensibile nel 2003, ma che oggi mostra limiti evidentissimi.

Orbene, è proprio la trasformazione del panorama delle sedi di negoziazione, - che prende avvio, in Europa, a partire dalla Direttiva MiFID I del 2004 (Direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari) - in uno con lo sviluppo del dibattito sull'apertura delle piccole e medie imprese al mercato dei capitali (inclusa, da ultimo, in Italia, la SRL), che hanno radicalmente cambiato il quadro di riferimento. Se, infatti, gli emittenti quotati continuano ad essere soggetti a regole speciali che operano in senso tendenzialmente bipolare, le imprese che accedono a

¹ Come dimostra il fiorire di studi, anche monografici, dedicati alla disciplina "speciale" delle società quotate: *inter alia*, si vedano, P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. 4, Padova, Cedam, 2007; P. MONTALENTI, S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, estratto da *Le nuove S.p.A.*, diretto da O. Cagnasso, L. Panzani, Bologna, Zanichelli, 2010; M. CERA, *Le società con azioni quotate*, Bologna, Zanichelli, 2020. Emblematica ci pare la nota di copertina di quest'ultimo volume, che vale anche a identificare un vero e proprio "filone" letterario, e di insegnamento universitario, dedicato al tema: "Questo manuale tratta della disciplina speciale delle società quotate ed è destinato agli studenti dei corsi universitari specificamente dedicati alla materia. Tale finalità ha comportato l'esigenza di una trattazione essenziale e quanto più possibile snella e scorrevole, evitandosi approfondimenti problematici o diffusi sulle varie questioni. L'obiettivo è di fornire una disamina sostanzialmente integrativa della disciplina codicistica comune delle s.p.a., che si presume conosciuta, valorizzando la «specialità» delle norme del t.u.i.f. del 1998 e in particolare sottolineandone la valenza, di principio, imperativa".

mercati alternativi si confrontano ormai con un orizzonte legislativo complesso, frastagliato ed articolato. In vero, anche per tali società, come avremo modo di mostrare, resta valido il principio che l'accesso a mercati di scambio dei titoli, in quanto rappresentativo della "apertura" della società al mercato dei capitali, comporta l'assoggettamento a regole specifiche: tuttavia, il panorama che si presenta agli occhi degli interpreti risulta, sul punto, molto più articolato, e molto più sfuocato di quello riferibile alla "società quotata".

In funzione, infatti, del mercato di destinazione, delle norme nazionali, o eurounitarie di volta in volta applicabili, delle regole stabilite dai gestori delle piattaforme, del grado di ricorso all'autonomia statutaria, del ruolo atteso dagli investitori istituzionali, e di altri fattori ancora, il *corpus* di regole alle quali si assoggetta l'emittente che si "apre" all'universo delle piattaforme di negoziazione alternative risulta tutt'altro che unitario o compatto: in vero, esso configura un insieme a geometria variabile, che dà luogo ad un quadro frastagliato e caleidoscopico, lontano dalla maggior compattezza che connota lo *status* di emittente quotato.

Ne deriva, allora, l'operare di plurimi fattori di condizionamento alla libertà di impresa, conseguenti all'accesso delle imprese stesse ai mercati secondari di scambio dei titoli: l'impresa che accede ai mercati, infatti, subisce effetti variamente configurati, e grandemente variabili in funzione della scelta della piattaforma di negoziazione, e che incidono su plurimi profili articolati, i quali includono, quantomeno, assetti organizzativi interni, sistemi di controllo, *governance*, assetti proprietari e, in ultima istanza, anche le stesse strategie di impresa (e v., *infra*, il dibattito sulla c.d. finanza sostenibile). Il fenomeno incide in modo particolarmente evidente, come cercheremo di mostrare, per le imprese di medie o piccole dimensioni, quali bacino naturali dei mercati secondari che si rivolgono (più o meno esplicitamente), a tali categorie di soggetti, ivi compresi - naturalmente - MTF cc.dd. "di crescita". Sono infatti, soprattutto le PMI che accedono ai sistemi di negoziazione alternativi, quali per l'appunto gli MTF, connotati da regimi con elevata dispersione e diversificazione nell'Unione, secondo assetti lontani dalla maggior uniformità che connota i veri e propri mercati regolamentati. Peraltro, la concorrenza tra le *trading*

venues ha prodotto, nel tempo, anche una certa stratificazione dei mercati regolamentati, che tendono, anch'essi, ad articolarsi in segmenti rivolti a specifici "bacini" di utenza, incluse le PMI. Tuttavia, e con riguardo ai mercati regolamentati, permane comunque una maggior omogeneità di regimi tra i diversi mercati, derivanti dalle discipline imperative che connotano, come già ricordato, lo *status* di società quotata.

Alla luce di quanto precede, e con particolare riguardo alle PMI, si può pertanto affermare che dall'accesso delle imprese alle "nuove" piattaforme di negoziazione derivano plurimi condizionamenti sul piano della libertà di assetti organizzativi e, dunque, di impresa, che a noi paiono essere il frutto di quantomeno cinque forze concomitanti, e segnatamente:

- (i) le già richiamate discipline di fonte legislativa applicabili agli emittenti quotati, derivanti dal diritto dell'Unione o dalla normativa nazionale;
- (ii) l'effetto che deriva dall'adesione, più o meno ampia, ai codici di autodisciplina;
- (iii) le regole applicabili agli emittenti che accedono non già ai mercati regolamentati, ma agli MTF, all'interno dei quali si distinguono i cc.dd. "MTF di crescita";

- (iv) le scelte volontarie, e, in tale contesto, le opzioni statutarie che gli emittenti adottano in aggiunta alle regole *standard* dettate dal mercato;
- (v) l'effetto indotto dal diffondersi delle cc.dd. politiche di *engagement* da parte degli investitori istituzionali o, in genere, dei cc.dd. "gestori di attivi", derivanti o da precise scelte legislative, o da un più ampio fenomeno di prassi e di mercato (secondo la definizione recata dalla Direttiva (UE) 2017/828 sull'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, cd. Shareholder Rights Directive II o SHD2).

L'operare congiunto di questi fattori comporta una grande variabilità del livello complessivo dei vincoli che insistono sulla PMI che accede a mercati di scambio dei propri titoli. Se si immaginasse di posizionare la platea degli emittenti che accedono alle molteplici piattaforme di *trading* su di un grafico, per misurarne il grado di dispersione sul piano che l'accesso al mercato comporta relativamente ai vincoli conseguenti, se ne otterrebbe la conferma di un livello elevato, in specie per quanto riguarda gli emittenti che si rivolgono non già ai mercati regolamentati, ma ai

sistemi alternativi di *trading* (MTF e MTF di crescita). La dispersione elevata deriverebbe, principalmente, dal diverso operare dei fattori testè segnalati. Naturalmente, là dove i fattori operino in senso più forte, maggiori saranno i vincoli che insistono sulla libertà di impresa; là dove invece, i fattori operino in senso più tenue, minori saranno vincoli e condizionamenti.

Nel prosieguo cercheremo di dar conto di come operano i cinque fattori condizionanti ai quali si è fatto riferimento. Si darà conto, in tale contesto, delle soluzioni che emergono dall'esame condotto circa le regole applicabili in relazione a diverse *trading venues* all'interno dell'Unione, nell'intendimento di fornire un quadro non limitato all'ambito nazionale. La disamina sarà condotta avendo riguardo alla sola disciplina applicabile alle PMI, quantomeno per tre ordini di ragioni: (i) soltanto per le PMI si può disporre di termini di paragone e raffronto tanto ampi, posto che, nel diritto dell'Unione, esistono mercati espressamente configurati e disciplinati per accogliere gli emittenti che rientrano in tale nozione (i cc.dd. MTF di crescita); (ii) anche alla luce della tradizione rinvenibile in molti Stati membri, e delle caratteristiche delle PMI, ne risulta ampiamente influenzato il diverso impatto che deriva dall'accesso alle *trading venues* sull'autonomia e sulla libertà delle imprese; (iii) il grado di diversificazione delle *trading venues* che si rivolgono alle PMI è indubbiamente maggiore, sia in termini di microstruttura, che di requisiti di accesso².

Salvo ove diversamente specificato, la nozione di PMI sarà qui assunta nell'accezione utilizzata ai fini dell'identificazione dei cc.dd. "MTF di crescita", secondo la disciplina a tal riguardo introdotta da MiFID II (Direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari)³:

² I profili di specialità della disciplina del mercato dei capitali là dove applicata alle PMI emergono con evidenza anche dal rapporto del Gruppo di esperti (Technical Expert Stakeholder Group - TESG) istituito sotto l'egida della Commissione europea, e pubblicato nel maggio 2021 dal titolo *Empowering EU Capital Markets for SMEs - Making listing cool again* (di seguito "Rapporto TESG 2021"), in www.ec.europa.eu.

³ Quanto alla definizione di PMI, l'art. 61, comma 1, lett. h), TUF richiama la normativa eurounitaria di cui all'art. 2, par. 1, lett. f), del Regolamento (UE) 2017/1129 relativo al

secondo le ultime evidenze, in tale categoria rientrano ben il 74% degli emittenti con azioni negoziate su *trading venues* europee⁴. E', questo, un dato per molti versi sorprendente e, ad avviso di chi scrive, tale da suscitare molte riflessioni sull'assetto attuale, sulla stessa struttura della disciplina del mercato dei capitali in Europa, ben oltre le regole applicabili nell'ambito delle *trading venues*.

2. Cinque variabili.

2.1. Accesso ai mercati regolamentati (e diritto dell'Unione).

Come peraltro ben mostra la fiorente letteratura sul tema della "specialità" della società quotata, si può dire che, da sempre, l'accesso di un emittente alla quotazione su di un mercato di negoziazione ne abbia comportato l'assoggettamento a regole speciali, queste ultime volte al perseguimento degli obiettivi più tipici della regolazione del mercato dei capitali: trasparenza, informazione del pubblico, efficienza del mercato, tutela

prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato (il "Regolamento Prospetto"). Ne consegue che per PMI si intendono le società che: i) in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 milioni di Euro e fatturato netto annuale non superiore a 50 milioni di Euro; oppure ii) hanno una capitalizzazione di borsa media inferiore a 200 milioni di Euro sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili. Tale è l'importanza delle PMI nel mercato interno che la Commissione europea ha istituito il suddetto Technical Expert Stakeholder Group - TESG in materia di PMI, fra i cui compiti rientra quello di valutare il funzionamento degli MTF di crescita e la relativa disciplina, con il fine di individuare possibili misure di favore per il loro ulteriore sviluppo.

⁴ ESMA, *MiFID II review report on the functioning of the regime for SME Growth Markets*, ESMA70-156-4103, 25 marzo 2021 (pubblicato 7 aprile 2021), 15, in www.esma.europa.eu. L'ESMA ha peraltro respinto la proposta avanzata da alcuni (isolati) *stakeholders* di creare un sottoinsieme fra le PMI, individuato nelle "micro SMEs", in quanto potrebbe portare a un "lack of investment in those segments, illiquidity and consequently lower the incentive for those companies to go public", per quanto l'Autorità condurrà ulteriori analisi sulla possibilità di mirati alleggerimenti regolamentari per gli emittenti che si aprano alla raccolta di capitale di rischio esclusivamente nei confronti di investitori professionali, *ivi*, 23-24.

degli investitori. In Europa, siffatto *corpus* di regole - per come lo conosciamo oggi - è venuto via via articolandosi a partire, indicativamente, dagli anni '60-'70 del Secolo XX, dapprima a livello nazionale e, poi, a livello eurounitario. In Italia, come noto, l'avvio del fenomeno può essere fatto coincidere, non soltanto simbolicamente, con l'istituzione della Consob nel 1974: una "miniriforma", come fu chiamata in allora, destinata, in vero, ad essere il punto iniziale di una impetuosa evoluzione della materia. In Europa, il processo di elaborazione di una legislazione dedicata agli emittenti quotati prende avvio in epoca successiva ai primi nuclei di discipline nazionali, potendosi, in quel contesto, identificare l'avvio del fenomeno con l'ormai risalente prima Direttiva sul prospetto di quotazione (Direttiva 80/390/CEE del Consiglio, del 17 marzo 1980, per il coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale di una borsa valori). Da allora, è stato compiuto un lungo percorso, che, oggi, consegna all'interprete un quadro complesso e articolato di fonti eurounitarie rivolte, specificamente, agli emittenti quotati nei mercati regolamentati o, eventualmente, *inizialmente* rivolti a tali emittenti e, poi, (a volte acriticamente) estesi anche agli emittenti quotati nelle altre *trading venues* che, nel frattempo, si sono affacciate nel panorama del diritto dell'Unione per effetto delle Direttive MiFID I e MiFID II (segnatamente, i già citati MTF e gli OTF)⁵: tale è stato il caso, ad esempio, della disciplina degli abusi di mercato nel "passaggio" dalla Direttiva del 2003 ("MAD") al Regolamento del 2014 ("MAR")⁶. Ne è derivata, da tempo, una netta distinzione tra discipline e regole applicabili agli emittenti quotati, e gli

⁵ Sulla disciplina dettata dalla MiFID II in materia di *trading venues*, si vedano D. BUSCH, H. GULYAS, *Regulated markets, alternative trading venues & systematic internalisers in Europe*, EBI Working Paper 75/2020.

⁶ Tuttavia, si ricorda che in Italia, con il D. Lgs. 17 luglio 2009, n. 101, la disciplina degli abusi di mercato era stata estesa agli MTF già prima dell'emanazione del nuovo Regolamento (v. ampiamente, P. MAGGIANI, *L'estensione delle norme sugli abusi di mercato agli strumenti finanziari negoziati nei sistemi multilaterali di negoziazione*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 1014 ss.).

altri: uno “scalino”, o un “gradino” normativo, come è stato da tempo definito in letteratura.

2.1.1. Emittenti quotati, legislazione eurounitaria e discipline interne.

La sussistenza di un *gap* normativo tra disciplina applicabile agli emittenti quotati nei mercati regolamentati, e disciplina applicabile agli emittenti i cui strumenti sono negoziati nei sistemi alternativi (MTF e, da ultimo, OTF⁷) risulta, dunque, connaturata alla struttura stessa della regolamentazione europea e nazionale. A tutt’oggi, nell’Unione, molte discipline caratterizzanti il comparto del mercato dei capitali non si applicano, infatti, se non agli emittenti quotati nei veri e propri mercati regolamentati. Per limitarci ai casi più emblematici, si pensi, per tutti alla Direttiva 2004/25/CE concernente le OPA, alla Direttiva 2007/36/CE relativa all’esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate (cd. Shareholder Rights Directive, come modificata dalla SHD2), alla Direttiva 2004/109/CE sull’armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti quotati (cd. Transparency, come modificata dalla Direttiva 2013/50/UE, cd. Transparency II), al Regolamento (CE) n. 1606/2002 (il cui art. 4 prevede l’obbligo di applicazione dei principi contabili internazionali per le sole società con azioni quotate in un mercato regolamentato), alla Direttiva 2013/34/UE sul bilancio (di esercizio e consolidato) e sulle relazioni e dichiarazioni che lo accompagnano (ove si prevedono obblighi aggiuntivi per gli “enti di

⁷ Sulla disciplina europea applicabile alle Organised Trading Facilities (OTF) - anche in una prospettiva di possibile riforma, nel senso di una riduzione della complessità regolamentare a favore degli operatori di mercato e di maggior efficacia del quadro normativo - si veda ESMA, *Final Report on the functioning of Organised Trading Facilities (OTFs)*, ESMA70-156-4225, 23 marzo 2021 (pubblicato 8 aprile 2021), in www.esma.europa.eu.

interesse pubblico”, che includono, oltre ad alcune tipologie di imprese vigilate, le società con azioni quotate in un mercato regolamentato)⁸.

Analoga impostazione si ritrova nelle discipline nazionali dei singoli Stati Membri, nelle quali molteplici disposizioni di diritto societario comune si applicano unicamente agli emittenti quotati nei mercati regolamentati: ad esempio, per l’Italia, talune disposizioni in materia di aumento di capitale (art. 2441 c.c.), recesso, *delisting*.

2.1.2. I codici di autodisciplina.

Nel quadro sopra brevemente riassunto, l’operare dei codici di autodisciplina, applicabili agli emittenti quotati nei mercati regolamentati, introduce ulteriori elementi di specificità, seppure connotati da elementi peculiari. Tipicamente connotati da meccanismi di opzionalità (*comply or explain*), e frutto dell’autodisciplina, i codici consentono agli emittenti di calibrare gli effetti che derivano dalla quotazione in funzione di variabili che, a volte, non sono dissimili da quelle che riguardano gli emittenti che accedono a sistemi alternativi di negoziazione: attrattività nei riguardi degli investitori; tutela delle minoranze; attenzione ai profili di *governance*; per limitarci ai profili di maggior rilievo.

Va, tuttavia, ricordato che il livello al quale operano i codici di autodisciplina è per così dire successivo, o ulteriore, rispetto a quello delle norme, in genere imperative, applicabili agli emittenti quotati. Il grado di libertà che, di conseguenza, è riconosciuto all’autonomia privata è più contenuto rispetto alla situazione che connota gli emittenti che accedono, ad esempio, ai sistemi multilaterali.

2.2. I vincoli derivanti dalle regole elaborate dagli MTF: il caso dell’Italia, Germania, Francia, Spagna, Romania e dei paesi scandinavi.

⁸ Sulle recenti proposte di modifica alla Direttiva 2013/34/UE proposte in seno al Sustainable Finance Package, presentato dalla Commissione europea il 21 aprile 2021, si veda *infra*.

Salvo quanto diremo in relazione ai cc.dd. MTF di crescita, i requisiti applicabili agli emittenti con strumenti negoziati nei sistemi multilaterali sono - a differenza di quelli applicabili agli emittenti quotati nei mercati regolamentati - di fonte *pressoché interamente* volontaria. L'autonomia negoziale regna, in questi sistemi, sovrana anche se, come avremo modo di osservare, in alcuni sistemi la situazione si sta rapidamente modificando (v. il caso della Francia e della Spagna, *infra*). Il regolamento di funzionamento del mercato, che in genere disciplina anche i criteri che gli emittenti devono soddisfare in termini, *inter alia*, di requisiti statuari, di struttura di *governance*, controlli interni, trasparenza degli assetti proprietari, ecc. è, infatti, predisposto in autonomia dal gestore del mercato. La disciplina di riferimento, derivante da MiFID II, prescrive sì taluni requisiti generali ai quali deve conformarsi il regolamento del mercato, ed il funzionamento, ma essi non riguardano la struttura, l'organizzazione, o altri profili degli emittenti: si tratta, infatti, di regole che attengono più che altro alla microstruttura del mercato, alla trasparenza e affidabilità del processo di formazione dei prezzi⁹. Inoltre, il regolamento del sistema multilaterale non è sottoposto, né in fase iniziale, né in occasione di successive modifiche, all'approvazione dell'Autorità di vigilanza¹⁰: un profilo, quest'ultimo, degno di nota, e rimasto

⁹ V., ad esempio, l'art. 18, par. 2, MiFID II in base al quale "Gli Stati membri prescrivono che le imprese di investimento e i gestori del mercato che gestiscono un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione instaurino regole trasparenti concernenti i criteri per la determinazione degli strumenti finanziari che possono essere negoziati nell'ambito del loro sistema. Gli Stati membri prescrivono che, se del caso, le imprese di investimento e i gestori del mercato che gestiscono un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione forniscano o si accertino che siano accessibili al pubblico informazioni sufficienti per permettere ai suoi utenti di emettere un giudizio in materia di investimenti, tenuto conto sia della natura degli utenti che delle tipologie di strumenti negoziati". Per la disciplina italiana di riferimento cfr. gli artt. 62 ss. TUF e 66 ss. del Regolamento Consob n. 20249/2017 (Regolamento Mercati).

¹⁰ Limitando, per evidenti ragioni di brevità, i riferimenti al caso italiano, cfr. l'art. 32 del Regolamento Mercati, in base al quale il gestore del mercato è tenuto a inviare alla Consob i progetti di modifica del regolamento - e delle disposizioni tecniche di attuazione ad esso connesse o soggette a previo assenso, ai sensi delle disposizioni regolamentari stesse - almeno 20 giorni lavorativi prima della data prevista per l'approvazione formale da parte

sostanzialmente invariato anche se, con la Direttiva MiFID II, è stato introdotto uno specifico obbligo di informazione all’Autorità in tal senso, in precedenza non previsto¹¹. In ogni caso, anche sotto questo profilo, si tratta, più che di regole, di principi ai quali il regolamento deve conformarsi. Ne deriva una notevole libertà del gestore di un MTF di articolare liberamente i requisiti degli emittenti che intendano accedere alla relativa *trading venue*. Ne deriva che, all’interno dell’Unione, esistono *standard* profondamente differenti tra un mercato e l’altro, proprio con riguardo ai requisiti degli emittenti e ai conseguenti condizionamenti che ne derivano per effetto dell’accesso alle piattaforme di negoziazione.

Il numero e la rilevanza di MTF che si rivolgono, in senso lato, alle PMI è in fase di crescita all’interno dell’Unione. La Tabella, di seguito riportata, ne offre un elenco sufficientemente fedele: vi si dà conto degli MTF che risultano espressamente rivolti alle PMI, sebbene essi non si configurino espressamente come MTF di crescita (per quanto, come si vedrà, taluni, importanti MTF hanno recentemente richiesto, ed ottenuto, detta qualifica).

Orbene, per ciascuno di questi mercati, il gestore è chiamato di volta in volta a individuare e definire gli *standard* applicabili agli emittenti che intendono accedervi. A seconda delle politiche seguite dal gestore, dei suoi obiettivi strategici, del bacino potenziale delle imprese alle quali si rivolge, e di altri fattori ancora, quegli *standard* possono risultare

dell’organo competente, unitamente ad altri documenti esplicativi e di accompagnamento. Per i mercati regolamentati, invece, cfr., sempre nel sistema italiano, l’art. 64-*quater*, comma 6, TUF (applicandosi altresì il citato art. 32 del Regolamento Mercati), espressamente riferito alle “modificazioni” del regolamento. Sulla portata di quella disposizione, e sulla sua idoneità a reagire anche sul momento iniziale della predisposizione del regolamento del mercato ci sia consentito un rinvio a F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2020, 310 ss.

¹¹ A riguardo, alcuni Autori parlano di una duplice articolazione di ruoli, tra gestore di mercato e Autorità pubblica, che riflette la natura propria delle *self-regulatory organization* tipiche di altri ordinamenti: v. L. ENRIQUES, M. GARGANTINI, *La Consob: natura, organizzazioni e funzioni*, in *Il testo unico finanziario*, a cura di M. Cera, G. Presti, Bologna, Zanichelli, 2020, vol. I, 333. Assumono rilievo, a riguardo, anche le sovrapposizioni tra gestori del mercato e Autorità pubblica nella tutela dei profili di integrità del mercato, legati alla prevenzione degli abusi di mercato.

diversamente considerati. Di conseguenza, per ciascun MTF, ed i relativi emittenti, il *gap* rispetto alle discipline applicabili agli emittenti quotati nei mercati regolamentati può risultare più o meno ampio, in funzione delle regole di cui ciascuna *trading venue* intende dotarsi. Analogo discorso vale poi, relativamente agli MTF, per il rapporto tra MTF per così dire ordinari, e quelli che si qualificano espressamente come mercati di crescita: la “distanza” che separa il regime applicabile all’una, o all’altra *trading venue* dipende anche da scelte volontarie del gestore del mercato, ed è spesso frutto di un’attenta calibrazione dei requisiti previsti dalla *venue* in un’ottica anche strettamente “commerciale”. Per gli MTF di crescita, tuttavia, i requisiti introdotti da MiFID II rendono tali scelte maggiormente vincolata¹².

Il problema che devono affrontare gli MTF è, effettivamente, quello di trovare un punto di equilibrio tra le esigenze di semplificazione connaturate alla stessa idea di sistemi *alternativi* di negoziazione (i.e. rispetto ai mercati regolamentati), le istanze di tutela e di protezione del mercato e degli investitori, e la loro capacità attrattiva nei confronti degli emittenti (la “materia prima” di ogni *trading venue*): un’equazione, per così dire, a tre variabili. La questione non si può risolvere semplicemente prendendo atto del fatto che talune discipline, o talune regole, non si applicano *ex lege* agli emittenti diversi da quelli quotati nei mercati regolamentati: tale rilievo, che dunque condurrebbe a riservare agli MTF un *set* particolarmente ridotto di regole, rischierebbe di risolversi in un disincentivo per gli investitori, che - soprattutto per il comparto azionario - potrebbero giudicare insufficiente l’assetto di regole applicabili al sistema¹³. D’altro lato, l’estensione agli MTF di regole che, di fatto, li

¹² V. sul punto le considerazioni critiche di A. PERRONE, *Small and medium enterprises growth markets*, in *Capital Markets Union in Europe*, a cura di D. Busch, E. Avgouleas, G. Ferrarini, Oxford University Press, Oxford, 2018, cap. 12.

¹³ Naturalmente, un discorso in parte diverso andrebbe svolto per quanto riguarda gli MTF destinati alla negoziazione di strumenti non *equity*, o a particolari settori o ambiti merceologici. In Italia, per un esempio, si veda il sistema multilaterale denominato Hi-MTF, gestito da Hi-MTF SIM S.p.A., dedicato alla negoziazione di titoli di debito e di titoli di capitale del comparto delle banche.

avvicinino troppo ai mercati regolamentati, rischierebbe di disincentivare l'accesso al sistema da parte degli emittenti, i quali faticerebbero a percepire il vantaggio della negoziazione dei loro strumenti su di un sistema multilaterale, anziché su di un mercato regolamentato.

2.3. Gli MTF "ordinari" (non di crescita).

Al fine di meglio supportare le affermazioni testè svolte – che rischierebbero di apparire generiche, o apodittiche – può essere utile prendere, sinteticamente, in esame gli assetti, che proprio sul piano dei requisiti applicabili agli emittenti, connotano gli MTF più importanti (in termini di numero di emittenti quotati) nell'ambito dell'Unione, movendo, in primo luogo, dalla categoria degli MTF *non espressamente qualificati come MTF "di crescita"* ma che, dichiaratamente, per le loro stesse politiche commerciali, si indirizzano espressamente alle PMI.

In proposito, si può assumere, come fulcro dell'indagine, la risultanza che emerge dalla Tabella di seguito riportata, elaborata dall'ESMA a metà 2020¹⁴. La Tabella individua gli MTF che, in Europa, si indirizzano alle PMI, senza tuttavia essere espressamente connotati come MTF "di crescita".

¹⁴ ESMA, *Consultation Paper on the functioning of the regime for SME Growth Markets under the Markets in Financial Instruments Directive and on the amendments to the Market Abuse Regulation for the promotion of the use of SME Growth Markets*, ESMA70-156-2478, 6 maggio 2020, in www.esma.europa.eu.

TABLE 2 LIST OF MTFs NOT REGISTERED AS SME GM BUT TARGETING SMES

| Trading venue name | MIC | Country | Number of SME issuers - shares | % of SME issuers - shares | Number of SME issuers - bonds | % of SME issuers - bonds |
|--|------|---------|--------------------------------|---------------------------|-------------------------------|--------------------------|
| Prague Stock Exchange - MTF | XPRM | CZ | 5 | 14% | 1 | 100% |
| M:access (Boerse Muenchen Gettex) | MUND | DE | 15 | 71% | 1 | 0% |
| M:access (Boerse Muenchen) | MUNB | DE | 50 | 81% | 1 | 0% |
| MAB SMN (BME) | MABX | ES | 105 | 89% | - | - |
| MARF (BME) | MARF | ES | - | - | 76 | 97% |
| Property Partner Exchange | PPEX | GB | 1 | 100% | - | - |
| Athens Exchange Alternative Market EN.A. | ENAX | GR | 12 | 100% | 2 | 100% |
| ExtraMOT Pro3 (Borsa Italiana) | XMOT | IT | - | - | 147 | 34% |
| Prospects (Malta Stock Exchange) | PROS | MT | 1 | 100% | 22 | 100% |
| Captin B.V. | CPTX | NL | 1 | 100% | 1 | 100% |
| NPEX B.V. | NPEX | NL | - | - | - | - |
| Merkur Market (Oslo Stock Exchange) | MERK | NO | 32 | 89% | - | - |
| CAN ATS (Bucharest Stock Exchange) | XCAN | RO | 287 | 95% | 10 | 100% |
| Spotlight Stock Market | XSAT | SE | 195 | 99% | - | - |
| | | | 704 | | 261 | |

Source: Survey conducted among the Secondary Markets Standing Committee at ESMA. The number of issuers was calculated based on data submitted to ESMA FIRDS/FITRS systems

A riguardo, è opportuno formulare un'osservazione preliminare: la Tabella, pur risalendo ad un'epoca non remota, è già in qualche modo superata dalle evoluzioni più recenti¹⁵. Infatti, rispetto alla Tabella, sia il mercato svedese Spotlight Stock Market, sia il mercato spagnolo MAB SMN hanno, nel frattempo, ottenuto la registrazione come MTF di crescita e, dunque, ad oggi, l'elenco degli MTF risulta ridotto¹⁶. Ciò segnala, con evidenza, un certo *trend* dei principali MTF a richiedere la qualifica di MTF di crescita: due fra le prime tre *trading venues* per numero di emittenti quotati hanno, infatti, richiesto - e ottenuto - tale *status* nel settembre 2020, in un contesto storico nel quale è senza dubbio fondamentale per le imprese europee, specie quelle di piccole e medie dimensioni, disporre di un più snello e facile accesso ai mercati dei capitali. Vi è, dunque, una

¹⁵ Come segnalato dall'Autorità europea competente in materia, "In the EU, 20 MTFs have been granted the SME GM status so far. There are also around 15 MTFs which target financing of SMEs but decided not to apply for the SME GM status. The total trading volumes on MTFs offering SME shares have been stable during the period of January 2018 to October 2019 and amounted to EUR 2 bn as of late 2019", così ESMA, MiFID II review report on the functioning of the regime for SME Growth Markets, cit., 9.

¹⁶ Da quanto si legge sui siti delle rispettive società di gestione del mercato, le registrazioni dei mercati come MTF di crescita sono avvenute rispettivamente il 28 e il 3 settembre 2020 (nel caso spagnolo, il mercato ha contestualmente cambiato la propria denominazione in "BME Growth").

mobilità che connota non soltanto le imprese (che, come vedremo, hanno oggi una pluralità di forme di accesso ai mercati), ma anche i mercati stessi, che hanno agio a “muoversi” tra le varie categorie contemplate dalla legislazione dell’Unione. La mobilità dei mercati reagisce così, a sua volta, sulla mobilità delle imprese, e sull’accesso al mercato dei capitali.

Depurando la Tabella dai due MTF che, nelle more, sono divenuti MTF di crescita, il mercato che segna il maggior numero di emittenti quotati rimane l’MTF CAN ATS di Bucarest, che presenta tratti di notevole interesse, e sul quale è, dunque, ora opportuno soffermarsi brevemente. Gli altri MTF *non di crescita*, identificati dalla Tabella paiono, di contro, alquanto più piccoli: svolgeremo, dunque, qualche breve considerazione sui mercati tedeschi del segmento *m:access* (Börse München Freiverkehr e Börse München Freiverkehr Gettex).

2.3.1. Il mercato CAN ATS di Bucarest.

Il mercato CAN ATS di Bucarest rappresenta l’esempio più significativo di quanto possa essere, per così dire, agnostica la disciplina del mercato per gli emittenti che intendono accedere ad un MTF. Al di là di una minima soglia di capitalizzazione (in vero ridotta, essendo pari a soli 250.000 Euro)¹⁷ e di una quota di flottante molto contenuta (pari al 10%), il Regolamento dell’MTF di cui si discute non prevede, né richiede, agli emittenti di rispettare alcuna regola particolare che ne influenzi la struttura, la *governance*, gli assetti proprietari, ecc. Alle società che accedono a CAN ATS, pertanto, si applicano le sole disposizioni della legge sulle società rumene, con la conseguenza che lo “scalino” che separa le società non quotate, da quelle che accedono al mercato risulta, in pratica, inesistente.

¹⁷ Così prevede l’art. 5(2), lett. b), punto i), del relativo Regolamento, il quale specifica altresì - sempre nel senso di una marcata permissività- che tale soglia minima si riferisce alla capitalizzazione “prevedibile” (*foreseeable*), non dovendo essere necessariamente quella attuale.

Di contro, è interessante rilevare come le società che accedono a CAN ATS, sono destinatarie di un codice di autodisciplina *ad hoc*, quest'ultimo di natura opzionale e connotato dal meccanismo *comply or explain*: un'eccezione nel panorama degli MTF europei che, in genere, non ricorrono ai codici di autodisciplina, questi ultimi propri, di contro, dei mercati regolamentati.

Il codice di CAN ATS - i cui fini primari sono quelli di "*build a more attractive market for the investors*" e di "*improve confidence in companies on the AeRO - BVB Market for Equities*" - si caratterizza per un approccio minimalista, componendosi di un numero limitato di principi (articolati su solo cinque pagine). Esso richiama alcuni (generali) principi di buona *governance*, ben noti alle *best practices* internazionali: composizione dell'organo amministrativo, anche in termini di diversità di esperienza, conoscenze, disponibilità di tempo e indipendenza (senza però individuare soglie o criteri rigidi); vicende e dinamiche endoconsiliari (rapporti fra componente esecutiva e non-esecutiva, flussi informativi, regolamento dell'organo e informativa pre-consiliare); prevenzione e gestione dei conflitti di interesse e operazioni con parti correlate; adeguatezza del sistema dei controlli interni (prevedendo esclusivamente l'obbligo di dotarsi di una funzione di *internal audit*); obbligo di dotarsi di una *remuneration policy*; trasparenza a beneficio degli investitori e del mercato. Il codice com'è del tutto evidente, non può essere paragonato in alcun modo agli omologhi dei principali mercati regolamentati, ben più articolati, dettagliati e incisivi.

L'assetto del mercato CAN ATS appare doppiamente degno di nota: sotto un primo profilo, per il suo tocco particolarmente "lieve" nell'imporre agli emittenti requisiti di accesso aggiuntivi rispetto al diritto societario comune; dall'altro, in quanto il ricorso a codici di autodisciplina da parte degli MTF è, comunque, una scelta poco diffusa, essendo di contro i codici più propriamente tipici dei veri e propri mercati regolamentati. Conclusione, quest'ultima, che non muta il suo rilievo anche alla luce del carattere alquanto "lieve" del codice rumeno.

2.3.2. Il segmento *m:access*: Börse München Freiverkehr (MUNG) e Börse München Freiverkehr Gettex (MUND).

La Bayerische Börse (società di gestione della Börse München o Munich Stock Exchange) offre due soluzioni alternative alle società che desiderino vedere i propri titoli negoziati sulla propria *multilateral trading facility* (Freiverkehr): la prima prevede un sistema di negoziazione basato sullo *specialist model* (Börse München Freiverkehr - MUNB), la seconda prevede invece il supporto di un *market maker* autorizzato allo scopo dal gestore della sede di negoziazione (Börse München Freiverkehr Gettex - MUND)¹⁸. Il segmento *m:access*, in particolare, è dedicato alle imprese di medie dimensioni (il gestore lo pubblicizza espressamente come: “*m:access - die Börse für den Mittelstand*”).

Al pari di quanto avviene in altri ordinamenti europei (v. *infra*) il legislatore non ha previsto l'applicazione *tout court* della disciplina di legge pensata per le società quotate anche a quelle con azioni negoziate su un MTF. Il quadro regolatorio applicabile a detti emittenti deve dunque rinvenirsi nelle scelte autonome del gestore del mercato.

A questo riguardo, preme evidenziare che la Bayerische Börse, con la creazione del segmento *m:access* all'interno del più ampio Börse München Freiverkehr, ha voluto trovare un punto di equilibrio fra esigenze di tutela degli investitori, la cui massima espressione si rinviene nella stringente regolazione dei mercati regolamentati, e incentivi all'accesso ai mercati dei capitali per le imprese. Detto punto di equilibrio è stato individuato nel rafforzamento dei requisiti di trasparenza normalmente applicabili alle società con titoli negoziati su un MTF, senza tuttavia ridurre eccessivamente il *gap* disciplinare rispetto ai ben più stringenti vincoli

¹⁸ Così il §5 (Trading Participants) delle General Terms and Conditions for the Regulated Unofficial Market (Freiverkehr) of the Munich Stock Exchange (i “General Terms”), in www.boerse-muenchen.de e, in inglese, www.gettex.de/en/regulations/.

previsti per le società quotate (sia normativi, sia aventi come fonte la regolamentazione del mercato di appartenenza)¹⁹.

Al fine di garantire la presenza di un elevato livello di trasparenza, i General Terms prevedono, fra l'altro, che l'emittente debba:

(i) sintetizzare e pubblicare in un apposito comunicato stampa, da rendere accessibile sul proprio sito internet, i principali dati economici, patrimoniali e finanziari risultanti dal bilancio di esercizio (ed eventualmente anche da quello consolidato), sottoposto a revisione (§14, par. 2, let. a));

(ii) pubblicare un "*interim issuer report*", su base semestrale, che fornisca un aggiornamento dei dati annuali di cui al punto precedente (con una puntuale analisi comparativa), espressamente funzionale a consentire agli investitori di effettuare una valutazione delle partecipazioni detenute (§14, par. 2, let. b));

(iii) pubblicare un calendario degli eventi societari (§14, par. 2, let. d));

(iv) partecipare a una "*analyst conference*" organizzata dalla Börse München o da un diverso soggetto oppure pubblicare i propri principali dati finanziari e l'attuale performance, su base quantomeno annuale (§14, par. 2, let. e));

(v) organizzare una "*annual investor conference*" o partecipare a una simile riunione organizzata da un diverso soggetto (§14, par. 3).

In ogni caso, i General Terms non forniscono particolari dettagli operativi rispetto a quanto sopra sintetizzato, garantendo ampia libertà e flessibilità agli emittenti.

Inoltre - secondo uno schema che richiama quello proprio dell'obbligazione del fatto del terzo - l'emittente deve garantire che il proprio Listing Expert²⁰ informi immediatamente (*umgehend*) la società di gestione (e altri soggetti qualificati) di ogni accadimento societario relativo

¹⁹ In aggiunta ai requisiti societari minimi secondo i quali l'emittente deve avere un capitale sociale pari ad almeno 1 milione di Euro e deve aver redatto almeno un bilancio d'esercizio (§14, par. 1, dei General Terms).

²⁰ Ossia il soggetto, dotato di specifici requisiti ed esperienza, che deve necessariamente affiancare la società sia in sede di richiesta di ammissione alla negoziazione, sia a seguito dell'ammissione alla *trading venue* (§13 ss.).

alle assemblee (in particolare quella annuale), al pagamento del dividendo, ai diritti di sottoscrizione, alle modifiche del capitale sociale, nonché alle altre circostanze che potrebbero essere rilevanti ai fini della valutazione dei titoli negoziati, così che possano essere assunte le necessarie misure (*erforderlichen Maßnahmen*) (§17, par. 4).

L'approccio assunto dalla Bayerische Börse si connota dunque per mirare - quasi esclusivamente - alla riduzione delle ineliminabili asimmetrie informative fra emittente e investitori, senza però imporre oneri paragonabili, quanto ad ampiezza e vincolatività, a quelli propri dei mercati regolamentati, così contribuendo al mantenimento di un notevole scalino regolamentare fra società quotate e imprese di medie dimensioni ammesse sul segmento *m:access*.

2.4. I cc.dd. MTF di crescita.

A differenza degli MTF "comuni", gli MTF che si qualificano come mercati di crescita per le piccole e medie imprese sono sottoposti ad un regime *de minimis* imposto dal diritto dell'Unione e, in particolare, dalle prescrizioni recate in proposito dalla Direttiva MiFID II. Quest'ultima, infatti, ha introdotto nell'Unione la categoria degli SME Growth Market (Mercati di Crescita per PMI) con l'obiettivo di "facilitare l'accesso al capitale per le piccole e medie imprese (PMI) e agevolare l'ulteriore sviluppo di mercati specializzati volti a soddisfare le esigenze dei piccoli e medi emittenti" (cfr. Considerando n. 132 MiFID II)²¹. La nuova disciplina non disegna un vero e proprio regime specifico e separato per le PMI, ma si limita a prevedere l'assegnazione di una qualifica (nella forma di una "registrazione" da parte dell'autorità competente) alle infrastrutture di negoziazione (e, in particolare, ai sistemi multilaterali di negoziazione) rivolte a tali imprese,

²¹ Il quadro normativo può essere così sintetizzato: (i) definizione di mercato di crescita per le PMI, art. 4, par. 1, n. 12), MiFID II; (ii) disciplina, art. 33 MiFID II; (iii) relazioni e revisioni legislative, art. 90, par. 1, lett. b), MiFID II; (iv) classificazione come PMI, art. 77 Regolamento delegato (UE) 2017/565; (v) registrazione come mercato di crescita per le PMI, art. 78 Regolamento delegato (UE) 2017/565; (vi) revoca della registrazione come mercato di crescita per le PMI, art. 79 Regolamento delegato (UE) 2017/565.

in presenza di requisiti che riguardano le regole di funzionamento della piattaforma, nonché i sistemi e le procedure del relativo gestore. I soggetti che gestiscono un MTF possono dunque richiedere alle autorità competenti la “registrazione” di tale sistema come Mercato di Crescita per le PMI (cfr. artt. 33 di MiFID II, 77-78 del Regolamento delegato (UE) 2017/565 e 69 del novellato TUF), in presenza di specifiche condizioni, tra cui meritano di essere segnalate, ai fini che qui interessano, le seguenti:

a) almeno il 50% degli emittenti degli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione sul sistema devono essere PMI. Tale valutazione è compiuta sia al momento della registrazione sia, successivamente, su base annuale. In particolare, MiFID II (e la regolamentazione di livello 2 in materia) dettano le modalità per valutare se un emittente possa essere considerato una PMI (v. *supra*, nt. 3)²²;

b) siano stabiliti nel regolamento del gestore del mercato criteri appropriati (obiettivi e trasparenti) per l’ammissione e la permanenza alla negoziazione degli strumenti finanziari sul sistema;

c) vi siano regole e sistemi posti in essere dal gestore del mercato in grado di assicurare:

- la pubblicazione, al momento dell’ammissione a negoziazione di uno strumento finanziario, di informazioni sufficienti per permettere agli investitori di effettuare una scelta consapevole in merito all’investimento, contenute in un documento di ammissione o, se applicabile, un prospetto;

²² L’ESMA ha peraltro confermato detti criteri e soglie anche a seguito dei possibili (ma non asseccati) spunti offerti da alcuni *stakeholders* e di un’analisi empirica dei possibili effetti sul perimetro degli emittenti possibilmente coinvolti e dei mercati europei: ESMA, *MiFID II review report on the functioning of the regime for SME Growth Markets*, cit., 12-16. Ciò tenuto conto fra l’altro del fatto che, come si è detto *supra* (nt. 4 e testo corrispondente), applicando la disciplina attualmente vigente, ben il 74% degli emittenti con azioni negoziate su *trading venues* europee rientra nella categoria delle PMI ai fini della disciplina in esame. Di contro, l’ESMA osserva che “*an increase of the threshold to EUR 500 Million or 1 Billion as considered in responses to the consultation paper, would lead to an even larger proportion of issuers across the EU and specifically in some Member States to be considered as SMEs (e.g. with a threshold of EUR 500 Million, 81% of the issuers at EU level would qualify as SMEs and more than 90% in various Member States)*”, *ivi*, 15.

- la disponibilità sul mercato di un'adeguata informativa finanziaria periodica, assicurata dall'emittente o da un terzo per suo conto²³;
- la conservazione e la diffusione delle informazioni regolamentate riguardanti gli emittenti;
- la diffusione al pubblico, sul proprio sito internet o tramite collegamenti diretti ai siti internet degli emittenti, del documento di ammissione (o del prospetto), delle relazioni finanziarie e delle informazioni privilegiate;
- la conservazione delle informazioni e la disponibilità degli eventuali collegamenti per un periodo minimo di cinque anni;
- il rispetto dei requisiti applicabili agli emittenti, alle persone che esercitano responsabilità di direzione e alle persone ad esse strettamente legate del Regolamento MAR nonché la predisposizione, da parte del gestore del mercato, di sistemi e controlli efficaci tesi a prevenire e individuare gli abusi di mercato, secondo quanto prescritto da MAR.

Introdotti dall'art. 33 della MiFID II, e recepiti all'art. 69, comma 2, TUF, questi requisiti sono, tuttavia, pur sempre *requisiti minimi*, che tendono, seppur timidamente, ad avvicinare la disciplina degli MTF di crescita a quella dei mercati regolamentati, più di quanto non valga per gli MTF che non si qualificano in tal senso²⁴.

Chiaramente, e a maggior ragione, anche per gli MTF di crescita si pone il problema di individuare un punto di equilibrio tra le esigenze di semplificazione connaturate alla concezione di mercati alternativi, riservati alle PMI, e la tutela degli investitori: in MiFID II la materia non è

²³ L'ESMA ha recentemente ribadito l'importanza di tale requisito informativo (avendo rigettato la proposta di alcuni *stakeholders* nel senso di un generalizzato alleggerimento regolamentare), per quanto "*some alleviations could however be considered if the specific market segments would be accessible by professional investors only*", così ESMA, *MiFID II review report on the functioning of the regime for SME Growth Markets*, cit., 11.

²⁴ Come sancito espressamente dall'art. 33, par. 4, secondo periodo, della MiFID II. Flessibilità valutata con estremo favore dagli operatori di mercato e dagli altri *stakeholders* interessati, anche in ragione dei differenti contesti di mercato rinvenibili nei diversi territori del mercato interno, evenienza che renderebbe impraticabile e dannoso un approccio del tipo *one-size-fits-all* (opinioni riportate in ESMA, *MiFID II review report on the functioning of the regime for SME Growth Markets*, cit., 16 e 18). Visione supportata, quantomeno allo stato attuale, anche dall'ESMA, *ivi*, 20.

lasciata all'autonomia negoziale, ma - come emerge direttamente dai testi normativi - è oggetto di un intervento conformativo²⁵. Ne emerge un quadro, chiaroscurale: da un lato, infatti, un MTF che *non* si qualifichi come MTF di crescita, potrebbe comunque decidere di orientarsi prevalentemente verso le PMI, senza tuttavia necessariamente allinearsi agli *standard* imposti agli MTF di crescita; dall'altro, un MTF di crescita potrebbe risultare non sufficientemente attrattivo nei riguardi delle PMI, tenuto conto del regime applicabile, a tratti forse troppo "rigoroso".

In questo senso, vanno segnalati due fenomeni che sembrano confermare una notevole capacità attrattiva degli MTF di crescita rispetto agli MTF diversi: il primo fenomeno è già stato richiamato, e consiste nel crescente numero di MTF che, nel rivolgersi alle PMI, chiedono il riconoscimento come MTF di crescita; il secondo è rappresentato da una certa mobilità che, in capo agli emittenti, si sta da qualche tempo registrando, e che vede gli emittenti stessi trasferirsi dagli MTF di crescita verso i veri e propri mercati regolamentati (v. *infra* i dati relativi alle esperienze dell'AIM italiano e di First North Sweden). Il primo fenomeno esprime, con evidenza, una certa preferenza per il "marchio" MTF GM da parte dei gestori dei mercati che si rivolgono alle PMI. Il secondo, invece, può essere letto come segno di una certa volontà degli emittenti stessi ad abbandonare la quotazione su MTF che comunque prevedano *standard* alquanto rigorosi, senza tuttavia i vantaggi (e il prestigio) che (almeno in teoria) possono derivare dalla quotazione sul listino principale. Questa mobilità tra sistemi e emittenti, nello specifico contesto degli MTF, sembra, dunque, andare nel senso di un'effettiva concorrenzialità tra le piattaforme di *trading* rivolte alle PMI. Nonostante il buon esito dei primi esperimenti nel campo degli MTF di crescita (tra i quali spicca, l'AIM italiano)²⁶, il legislatore europeo ha

²⁵ Sulla disciplina dei mercati di crescita nel contesto della MiFID II si veda C. DI NOIA, R. VEIL, *SME growth markets*, in *Regulation of EU financial markets*, a cura di D. Busch, G. Ferrarini, Oxford University Press, Oxford, 2017, cap. 13.

²⁶ È invece scettico D. BUSCH, *The future of EU financial law*, EBI Working Paper 93/2021, 3, il quale sottolinea, da un lato, che "*the SME growth market does not yet qualify as a resounding success*" e, dall'altro, che "*given the complexity of the process it involves, resorting to the capital markets is evidently still an unattractive and unnatural route for SMEs*".

recentemente introdotto talune semplificazioni al regime degli MTF di crescita, con il dichiarato obiettivo di ridurre gli oneri connessi con l'accesso a quei mercati da parte di imprese di non grandi dimensioni²⁷. Il tentativo sembra essere nel senso di ampliare lo scalino tra MTF di crescita e mercati regolamentati, per rendere i primi più attrattivi per le PMI, e limitare anche il fenomeno della "fuga" dagli MTF verso i mercati

²⁷ Si veda, in particolare, il Regolamento (UE) 2019/2115 del 27 novembre 2019 sulla promozione dell'uso dei mercati di crescita per le PMI, all'interno del quale risultano particolarmente istruttivi i considerando 3 e 4. Al considerando n. 3 si legge, infatti, che "è stato tuttavia constatato che gli emittenti di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato di crescita per le PMI beneficiano di un numero relativamente ridotto di semplificazioni normative rispetto agli emittenti di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in altri MTF o nei mercati regolamentati. La maggior parte degli obblighi stabiliti nel regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio si applica allo stesso modo a tutti gli emittenti, a prescindere dalle loro dimensioni o dalla sede di negoziazione in cui i loro strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione. Questo basso livello di differenziazione tra gli emittenti di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in mercati di crescita per le PMI e quelli ammessi alla negoziazione in altri MTF dissuade gli MTF dal richiedere la registrazione come mercato di crescita per le PMI, come attestato dallo scarso interesse suscitato finora da tale *status*. È pertanto necessario introdurre ulteriori semplificazioni proporzionate per promuovere in modo adeguato l'uso dei mercati di crescita per le PMI. Il ricorso ai mercati di crescita per le PMI dovrebbe essere promosso attivamente. Molte PMI non sono ancora consapevoli dell'esistenza di mercati di crescita per le PMI in quanto nuova categoria di sedi di negoziazione". Al considerando n. 4 si rileva poi che: "l'attrattiva dei mercati di crescita per le PMI dovrebbe essere rafforzata riducendo ulteriormente i costi di conformità e gli oneri amministrativi che gravano sugli emittenti di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in tali mercati. Per mantenere i massimi livelli di conformità sui mercati regolamentati, le misure previste dal presente regolamento dovrebbero essere limitate alle imprese quotate sui mercati di crescita per le PMI, indipendentemente dal fatto che non tutte le PMI sono quotate sui mercati di crescita per le PMI e non tutte le imprese quotate sui mercati di crescita per le PMI sono PMI. A norma della direttiva 2014/65/UE, fino al 50% degli emittenti di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione nei mercati di crescita per le PMI può non essere costituito da PMI per preservare la redditività del modello di business di tali mercati mediante, tra l'altro, la liquidità dei titoli delle imprese che non sono PMI. In considerazione dei rischi connessi all'applicazione di norme differenti agli emittenti quotati in sedi appartenenti alla stessa categoria, ossia i mercati di crescita per le PMI, le misure previste dal presente regolamento non dovrebbero essere limitate esclusivamente agli emittenti che sono PMI. Al fine di garantire coerenza per gli emittenti e chiarezza per gli investitori, la riduzione dei costi di conformità e degli oneri amministrativi dovrebbe applicarsi a tutti gli emittenti di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in mercati di crescita per le PMI, a prescindere dalla loro capitalizzazione di mercato".

regolamentati. Si tratta di interventi che si situano in un quadro più ampio di “micro-regolamentazione” agevolata, a favore proprio dell’accesso al mercato dei capitali delle PMI²⁸, secondo anche i principi cardine declamati nel contesto del progetto *Capital Markets Union*²⁹. Va comunque precisato che questi interventi lasciano aperta la questione della disparità di approccio tra MTF per così dire normali, e MTF di crescita, giacché riguardano profili, per così dire, secondari.

Avendo presente quanto precede, si tratta ora di volgere più propriamente l’attenzione alle regole rinvenibili nel contesto dei cc.dd. MTF di crescita. La Tabella di seguito riportata reca l’elenco, come diffuso dal rapporto ESMA del 2020³⁰, degli MTF di crescita riconosciuti come tali nell’Unione. L’elenco, successivamente alla sua diffusione, ha subito due rilevanti modifiche, da un lato, l’intervenuta operatività di Brexit (con conseguente necessità di espungere AIM UK dall’elenco) e, dall’altro, come già ricordato, l’avvenuto riconoscimento del mercato svedese Spotlight Stock Market e di quello spagnolo MAB SMN (ora BME Growth) come MTF di crescita. L’elenco, comunque, mantiene ancora una sua sostanziale validità.

²⁸ Le direttrici degli interventi sono essenzialmente tre e riguardano la revisione del MAR, del Regolamento Prospetto e della MiFID II. È utile notare che “*the discussion on possible further alleviations to MAR requirements specifically targeting SMEs is currently ongoing at the EC level*”, come riportato in ESMA, *MiFID II review report on the functioning of the regime for SME Growth Markets*, cit., 11.

²⁹ Come recentemente confermato anche dalla COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle Regioni - Un’Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, COM(2020) 590. Detta finalità è stata confermata anche dall’HIGH LEVEL FORUM ON THE CAPITAL MARKETS UNION, *Final Report - A new vision for Europe’s capital markets*, 2020, in www.ec.europa.eu, ove vengono indicate alcune possibili misure per l’ulteriore sviluppo delle PMI e degli MTF di crescita nel contesto europeo, fra le quali: (i) l’istituzione di uno European Single Access Point (ESAP), mirato a facilitare il reperimento e la comparazione di dati relativi inter alia alle PMI, e (ii) possibili modifiche a MAR, MiFID II e al quadro normativo sugli European LongTerm Investment Fund (ELTIF), a favore delle PMI e dell’attrattività per queste ultime dei mercati dei capitali.

³⁰ ESMA, *Consultation Paper on the functioning of the regime for SME Growth Markets under the Markets in Financial Instruments Directive and on the amendments to the Market Abuse Regulation for the promotion of the use of SME Growth Markets*, cit.

TABLE 1 LIST OF MTFs REGISTERED AS SME GM

| Trading venue name | MIC | Country | Number of SME issuers - shares | % of SME issuers - shares | Number of SME issuers - bonds | % of SME issuers - bonds | Date of registration as SME GM |
|--|------|---------|--------------------------------|---------------------------|-------------------------------|--------------------------|--------------------------------|
| Euronext Growth Brussels | ALXB | BE | 8 | 89% | 20 | 63% | 15 October 2019 |
| BEAM - SME GM (Bulgarian Stock Exchange) | GBUL | BG | - | - | - | - | 20 December 2018 |
| Xetra - Scale - Off Book | XETW | DE | 39 | 85% | - | - | 16 December 2019 |
| Xetra - Scale | XETS | DE | 40 | 83% | - | - | 16 December 2019 |
| Boerse Frankfurt - Scale | FRAS | DE | 41 | 84% | 7 | 70% | 16 December 2019 |
| First North Denmark - SME GM (Nasdaq) | DSME | DK | 21 | 100% | - | - | 16 June 2019 |
| First North Finland - SME GM (Nasdaq) | FSME | FI | 29 | 97% | - | - | 08 July 2019 |
| Euronext Growth Paris | ALXP | FR | 199 | 94% | 38 | 93% | 09 October 2019 |
| AIM (London Stock Exchange) | AIMX | GB | 755 | 75% | - | - | 03 January 2018 |
| NEX Exchange Growth Market (non-equity) | NEXF | GB | - | - | 4 | 100% | 14 May 2018 |
| NEX Exchange Growth Market (equity) | NEXG | GB | 74 | 88% | - | - | 14 May 2018 |
| Progress (Zagreb Stock Exchange) | XZAP | HR | 1 | 100% | - | - | 27 January 2019 |
| Xtend (Budapest Stock Exchange) | XTND | HU | 1 | 100% | - | - | 01 July 2019 |
| Euronext Growth Dublin | XESM | IE | 16 | 62% | - | - | 11 October 2019 |
| AIM Italia (Borsa Italiana LSEG) | XAIM | IT | 138 | 95% | 14 | 100% | 03 January 2018 |
| Catalyst MTF (GPW) | WMTF | PL | NA | NA | NA | NA | 26 July 2019 |
| New Connect (GPW) | XNCO | PL | NA | NA | NA | NA | 26 July 2019 |
| Euronext Growth Lisbon | ALXL | PT | 3 | 100% | - | - | 11 October 2019 |
| First North Sweden - SME GM (Nasdaq) | SSME | SE | 282 | 95% | - | - | 26 June 2019 |
| Nordic Growth Market (NGM) | NMTF | SE | 68 | 97% | 4 | 67% | 26 June 2019 |
| | | | 1,715 | | 87 | | |

Source: ESMA register and NCAs. The number of issuers was calculated based on data submitted to ESMA FIRDS/FITRS systems and through a survey to NCAs. NA – data not available.

Sulla base di quanto emerge dalla Tabella, e salvo ulteriori evoluzioni, al momento in cui scriviamo i primi due mercati di crescita per numero di emittenti quotati in Europa sono rappresentati, da un lato, da First North Sweden, e, dall'altro, da Euronext Paris: è, pertanto, su questi due mercati che svolgeremo, nel prosieguo, qualche approfondimento. In ogni caso, merita, poi di essere trattato il caso di AIM, sia perché si tratta di un MTF di notevoli dimensioni, sia perché presenta elementi di particolare interesse, e anche di distonia rispetto ai suoi *peers* europei. È dunque a tali MTF che, ora, è opportuno rivolgere l'attenzione³¹.

2.4.1. Il mercato First North Sweden.

³¹ È interessante riportare quanto segnalato in ESMA, *MiFID II review report on the functioning of the regime for SME Growth Markets*, cit., 13: "regarding MTFs that have sought registration as SME GMs, ESMA registers' entries show that two MTFs were registered as SME GM at the end of 2018, further fourteen were added in 2019 and one in 2020. It can also be noted that most of them have been granted the SME GM label in the second quarter of 2019 suggesting that the on-boarding of MTFs with an SME focus is still an ongoing process".

First North Sweden è una piattaforma multilaterale di *trading* che appartiene al *network* Nasdaq. Nasdaq gestisce, oltre all'omonimo mercato statunitense, due reti di mercati europei: la prima, denominata Nasdaq Baltic, include tre *venues* con sedi a Riga, Tallinn e Vilnius; la seconda, denominata Nasdaq Nordic, include le sedi di Copenhagen, Helsinki, Islanda (Isole Faroe), e, per l'appunto, Stoccolma.

La particolarità del First North è la complementarietà fra le regole "comuni" dell'intera piattaforma - che ha una copertura territoriale ben più ampia rispetto ai confini di un solo mercato nazionale - e quelle proprie dei singoli segmenti nazionali, raccolte in apposite Rules & Regulations.

First North Sweden, in particolare, è articolato in due segmenti: il primo (First North Growth Market) si propone come primo punto di approdo alla quotazione per piccole e medie imprese; il secondo, denominato First North Premier Growth Market, è invece un mercato per imprese più mature, con requisiti più stringenti, e che, dalle informazioni rese disponibili dallo stesso gestore del mercato, è concepito per "preparare" le società alla quotazione sul mercato regolamentato (come si vedrà *infra*, questa dinamica è analoga, quantomeno di recente, anche da Borsa Italiana, mediante l'istituzione del Segmento Professionale all'interno dell'AIM Italia).

| MARKET SEGMENT | FREE FLOAT | MARKET CAPITALIZATION | CORPORATE GOVERNANCE CODE | ACCOUNTING STANDARDS | INFORMATION TO THE MARKET |
|-----------------------------------|------------|-----------------------|--|----------------------------|---|
| First North Growth Market | 10% | n/a | n/a | Local accounting standards | Nasdaq First North Growth Market Rulebook applies |
| First North Premier Growth Market | 25% | EUR 10 m | Requirement to apply the local Corporate Governance Code | IFRS | Rules of the Main Market apply |

L'esigenza di definire un quadro di regole applicabili a società provenienti da differenti paesi, dotati di regole societarie e di *governance* per

definizione non omogenee, ha imposto l'adozione di un approccio regolatorio molto "lieve" da parte della società di gestione del mercato.

La *listing guide* dedicata al First North Sweden (la "Guide") si caratterizza, infatti, per un portato disciplinare poco invasivo e minimalista. Alcune previsioni generali sono del tutto comuni alla generalità degli MTF e dei mercati regolamentati europei e stranieri, come l'assenza di vincoli che escludano o limitino la libera trasferibilità delle azioni quotate. La natura transnazionale del mercato sembra essere invece posta alla base dell'obbligo di redigere i propri conti secondo gli International Financial Reporting Standards (IFRS), quantomeno dal trimestre o semestre precedente all'ammissione alle negoziazioni.

Per quanto riguarda gli assetti organizzativi, il sistema dei controlli interni, i rapporti fra soci (ad esempio nel caso in cui siano presenti patti parasociali) e in generale l'articolazione dello statuto, la *Guide* formula alcuni suggerimenti molto ampi e decisamente sfumati, là dove richiede alle società intenzionate ad accedere al First North Sweden di apportare le modifiche e gli aggiustamenti necessari o ritenuti opportuni, senza tuttavia tracciare un percorso chiaramente definito. Il fulcro della disciplina risiede nell'attenzione alla trasparenza: si prevede, infatti, che "*the corporate structure should be as transparent and simple as possible*", attribuendo al gestore del mercato il potere di chiedere la *disclosure* di maggiori informazioni³².

Anche con riferimento alla composizione e al funzionamento del consiglio di amministrazione, la *Guide* fa riferimento - con formula assai sfumata - alla "*appropriateness*" dell'organo e del *management*, in termini di qualifiche personali e di sufficiente competenza per l'espletamento dei propri incarichi e mansioni, con il fine di verificare il rispetto dei requisiti per la

³² Sull'attenzione ai profili di trasparenza, per quanto riguarda le vicende assembleari, consiliari, le operazioni con parti correlate, le remunerazioni basate su strumenti finanziari, le nuove emissioni di titoli e i dati finanziari di periodo e annuali, si veda il Nasdaq First North Growth Market - Rulebook (il "Rulebook"), artt. 4.2-4.5.

quotazione e in particolare di adempiere correttamente agli obblighi di *disclosure* informativa al mercato³³.

In merito alla componente indipendente, la Guide indica, qualificandola espressamente come una semplice “*rule of thumb*”, che almeno metà degli amministratori dovrebbe essere indipendente dall'emittente e dal suo *management*, e che almeno un componente dell'organo sia indipendente anche dall'eventuale socio di controllo. La nozione di “indipendenza” non è però fornita e la Guide rinvia al codice di *corporate governance* in vigore nel paese d'origine dell'emittente: un elemento improntato a grande flessibilità, anche se a discapito di un *level playing field* comune per tutte le società con azioni negoziate su First North Sweden. Per il solo Premier Market l'applicazione del codice di *corporate governance* in vigore nel paese d'origine dell'emittente è di base obbligatoria, salvo il possibile *explain* in caso di totale o parziale disapplicazione: un onere non trascurabile, ma che appare ragionevole alla luce della funzione di “transito” di tale segmento fra MTF e mercato regolamentato e, soprattutto, giustificata dall'altrimenti quasi assente corpo regolatorio in questo ambito.

Come per gli altri MTF (generali e di crescita) analizzati nel presente scritto, anche nel caso del First North Sweden gli emittenti devono dotarsi di un sito internet³⁴ e nominare un Certified Adviser, chiamato principalmente a monitorare il rispetto delle condizioni di ammissione alla *trading venue* da parte dell'emittente.

2.4.2. Euronext Growth Parigi.

Euronext Growth Parigi è un MTF di crescita, che fa parte dell'omonimo network di mercati con diramazioni anche a Bruxelles, Dublino e Lisbona. Il *network* è retto da regole comuni, pubblicate con la denominazione “Euronext Growth Markets Rule Book”.

³³ Così anche il Rulebook, art. 2.3.4.

³⁴ Così anche il Rulebook, art. 4.6.

Lo schema di seguito riportato rappresenta, ad avviso di chi scrive, il modo più efficace di rappresentare lo “scalino” che separa Euronext Growth dal mercato regolamentato di Parigi³⁵.

| | Euronext (mercato regolamentato) | Euronext Growth (MTF) - Offerta al pubblico | Euronext Growth (MTF) - Private placement |
|---|--|---|---|
| Comptes semestrels | | | |
| Rapport financier semestriel (au sens de la directive Transparence) | Obligatoire, dans les 3 mois | Non applicable | Non applicable |
| Gouvernement d'entreprise | | | |
| Rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne | Obligatoire | Non applicable | Non applicable |
| Référence à un code de gouvernement d'entreprise | Mention obligatoire de l'application ou non d'un code | Non applicable | Non applicable |
| Principe du « say on pay » sur les rémunérations | Vote ex ante et ex post - Vote contraignant ex ante sur la politique de rémunération fixée aux articles L.225-37-2 et L.225-82-2 du code de commerce. - Vote contraignant ex post sur les rémunérations versées selon les articles L.225-100 et L.225-102-1 du code de commerce. | Non applicable | Non applicable |
| Comité d'audit | Obligatoire sauf si la société fait le choix du conseil se réunissant en formation de comité d'audit | Non applicable | Non applicable |
| Représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils - au moins 40% de chaque sexe représenté. | Obligatoire | Obligatoire si 2 des 3 seuils suivants sont dépassés durant 3 exercices consécutifs: - plus de 500 salariés, <u>et</u> - total CA ou bilan d'au moins 50 M€ | |
| Règles relatives aux dirigeants | | | |

³⁵ Il contenuto dello schema è ripreso da AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS (AMF), *Panorama synthétique des principales obligations des émetteurs - Guide à destination des ETI/PME*, 2017, in www.amf-france.org.

| | | | |
|--|--|--|----------------------------------|
| Intéressement des salariés en cas d'attribution de stocks-options ou d'actions gratuites | Obligatoire | Non applicable | Non applicable |
| Représentation au conseil si salariés actionnaires > 3% du capital | Obligatoire | Non applicable | Non applicable |
| Déclaration des opérations sur titres par les dirigeants (Titres de capital et titres de créances) | Obligatoire à partir de 20.000 € par année civile Déclaration à l'AMF dans le délai de 3 jours ouvrés Dépôt électronique auprès de l'AMF (via ONDE). Par ailleurs, cette information doit être mise en ligne sur le site de l'émetteur et transmise à Euronext | | |
| Règles relatives aux actionnaires et franchissements de seuil | | | |
| Pactes d'actionnaires: déclaration des clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'achat d'actions cotées portant sur 0,5% du capital ou des droits de vote au moins | Obligatoire, déclaration à l'AMF dans le délai de 5 jours de bourse de la signature de la convention | Non applicable | Non applicable |
| Règles relatives aux offres publiques | | | |
| Dépôt obligatoire d'une offre publique en cas de franchissement d'un certain seuil | Obligatoire Seuil de 30% des actions ou droits de vote ou en cas d'augmentation annuelle de plus de 1% entre 30% et 50% (« excès de vitesse ») | Obligatoire avec le seuil de 50% Société transférée sur Euronext Growth: même régime que sur Euronext pendant 3 ans à compter de la date de transfert | Obligatoire avec le seuil de 50% |
| Obligations légales liées au commissariat aux comptes | | | |
| Rotation des associés signataires (Personnes physiques) | Obligatoire, les associés signataires ne peuvent, durant plus de 6 exercices, certifier les comptes | Non applicable | Non applicable |
| Délai de viduité pour les cabinets d'audit (Personnes morales) | Obligatoire, les cabinets d'audit (personnes morales) ne peuvent à nouveau participer à la mission de contrôle légal des comptes avant l'expiration d'un délai de 4 ans | Non applicable | Non applicable |
| Délai de viduité pour les | Obligatoire, les associés | Non applicable | Non applicable |

| | | | |
|--|---|---|---|
| associés signataires des comptes (Personnes physiques) | personnes physiques ne peuvent à nouveau participer à la mission de contrôle légal des comptes avant l'expiration d'un délai de 3 ans | | |
| Procédure d'appel d'offres | Obligatoire, en cas de renouvellement du mandat des commissaires aux comptes ou en cas de désignation de nouveaux commissaires aux comptes. Recommandation du comité d'audit justifiée et comportant au moins deux choix possibles. | Non applicable | Non applicable |
| Rapport d'audit | Obligation incombant au commissaire aux comptes. Le rapport de certification des comptes doit contenir différentes rubriques. | Règles de droit commun applicable en conformité avec l'article 28 de la directive audit | Règles de droit commun applicable en conformité avec l'article 28 de la directive audit |
| Rôle et obligations du comité d'audit | Le comité d'audit doit notamment veiller au: - Suivi du processus d'élaboration de l'information financière - Suivi de l'efficacité des systèmes de contrôle interne et de gestion des risques - Suivi de l'indépendance des commissaires aux comptes - Suivi du contrôle légal des comptes au regard de la mission du commissaire aux comptes (Prend en compte les constatations et conclusions du H3C sur l'audit des comptes) - Approbation des prestations de services autres que la certification des comptes - Recommandation sur la sélection des commissaires aux comptes - Analyse les risques liés à l'indépendance du commissaire aux comptes au regard de l'impact de ses honoraires par rapport à sa structure. | Non applicable | Non applicable |
| Rapport complémentaire au comité d'audit | Obligation pour le commissaire aux comptes de fournir un rapport complémentaire au comité d'audit. | Non applicable | Non applicable |
| Information de l'AMF en cas de procédure d'alerte | Obligatoire par le commissaire aux comptes | Obligatoire par le commissaire aux comptes | Non applicable |

| | | | |
|--|---|---|---|
| Information de l'AMF en cas d'intention de refus de certification des comptes | Obligatoire par le commissaire aux comptes | Obligatoire par le commissaire aux comptes | Non applicable |
| Information de l'AMF et du H3C en cas de démission du commissaire aux comptes (Art 19 du code déontologie) | Obligatoire par le commissaire aux comptes vis-à-vis de l'AMF et du H3C | Obligatoire par le commissaire aux comptes vis-à-vis de l'AMF et du H3C | Obligatoire par le commissaire aux comptes vis-à-vis de l'AMF et du H3C |

Tra gli elementi di maggior spicco, emerge con evidenza il fatto che, agli emittenti quotati su Euronext Growth trova applicazione la disciplina dell'OPA obbligatoria. Essa, come si vede dalla Tabella, scatta al superamento della soglia del 50% (soglia rafforzata rispetto al 30%, applicabile agli emittenti quotati nei mercati regolamentati). A differenza di AIM Italia (v. *infra*), si tratta di una regola di fonte legislativa, e non già che deriva dalle scelte autonome del gestore del mercato. Essa, infatti, una discende direttamente dalla legge e segnatamente dall'art. L433-3 del *Code monétaire et financier*, che estende gli obblighi derivanti dalla Direttiva UE anche agli emittenti che hanno strumenti negoziati su mercati diversi dai mercati regolamentati³⁶. Senza approfondire i dettagli della relativa disciplina, la soluzione che connota Euronext Growth Parigi pare dunque degna di nota, non soltanto perché comporta, come già detto, l'estensione agli MTF di regole proprie degli emittenti quotati – estensione che avviene non su basi volontarie, ma legislative – ma soprattutto in quanto conferma la notevole diversificazione degli assetti degli MTF, e la conseguente poliedricità dei vincoli ai quali, potenzialmente, vanno incontro gli emittenti che, nel contesto dell'UE, si rivolgono a tali mercati. Per effetto di quanto testé rilevato, il regime di trasparenza degli assetti proprietari

³⁶ Article L433-3, Code monétaire et financier, par. 2: “Dans les conditions et modalités prévues au I par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, un projet d'offre publique doit également être déposé lorsque toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce vient à détenir, directement ou indirectement, plus des cinq dixièmes du capital ou des droits de vote d'une société dont le siège social est établi en France et dont les actions sont admises aux négociations sur un marché d'instruments financiers ne constituant pas un marché réglementé d'un Etat membre de l'Union européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, lorsque la personne qui gère ce marché en fait la demande auprès de l'Autorité des marchés financiers”.

per gli emittenti quotati su Euronext Growth ne risulta conseguentemente influenzato, con applicazione di obblighi di *disclosure* che scattano al superamento della soglia del 50%.

Principi analoghi riguardano le *offres de retrait*, e il *retrait obligatoire*, che scattano al superamento della soglia del 90 %: anche questi istituti, tipici (sul piano legislativo) degli emittenti quotati sono, infatti, estesi, per espressa previsione normativa agli emittenti i cui titoli sono negoziati in sistemi alternativi (art. L433-4, CMF).

2.4.3. Il mercato BME Growth.

BME Growth è l'MTF di crescita dedicato alle piccole e medie imprese del mercato BME MTF Equity, un MTF gestito dalla spagnola BME (Bolsas y Mercados Españoles), lanciato nel 2009 e in fortissima espansione soprattutto negli ultimi anni (dai 29 emittenti del 2014, agli 88 del 2017, ai 118 registrati alla fine del primo trimestre 2021).

Sino a pochissimo tempo addietro, il regolatore spagnolo ha tenuto un approccio simile a quello italiano (come si vedrà *infra*): le principali regole applicabili alle società con azioni negoziate su mercati regolamentati (*mercados secundarios oficiales de valores*) non erano infatti estese agli emittenti i cui titoli sono ammessi alle negoziazioni su MTF. Infatti, il Título XIV del Real Decreto Legislativo 1/2010 (Ley de Sociedades de Capital o "LSC") relativo alle *sociedades anónimas cotizadas* (ossia alle società con azioni quotate) non era applicabile - nella sua interezza - agli emittenti titoli negoziati su MTF, come BME Growth³⁷.

In questo senso, ferme restando le disposizioni di diritto societario "comune" (ossia quelle applicabili alla generalità delle *sociedades anónimas*,

³⁷ Il citato Título XIV si occupa, fra l'altro, di: dematerializzazione dei titoli (azioni e obbligazioni), trasparenza sugli assetti proprietari, privilegi patrimoniali, azioni riscattabili, disciplina speciale sul diritto di opzione, limiti quantitativi all'acquisto di azioni proprie, obbligazioni, regole speciali sull'assemblea degli azionisti e sui diritti di questi ultimi, regolamento del consiglio di amministrazione, composizione di quest'ultimo (vietando l'organo gestionale unipersonale), attribuzioni non delegabili, regole speciali sugli amministratori (anche investiti di particolari cariche) e sul consiglio, comitati endoconsiliari, remunerazioni, patti parasociali, informazione societaria.

chiuse e aperte), i requisiti applicabili a detti emittenti sono stati per lungo tempo, dunque, di fonte volontaria.

Il legislatore iberico ha effettuato un significativo cambio di approccio regolatorio nella primavera 2021, con l'approvazione della Ley 5/2021 del 12 aprile 2021³⁸, volta anzitutto a recepire nell'ordinamento nazionale la SHD2 e che ha altresì portato a una significativa estensione delle norme originariamente destinate alle sole società quotate a quelle con azioni negoziate su MTF (di crescita o meno). In particolare, per mezzo della nuova *Disposición adicional decimotercera* della LSC si è previsto che i Capítulos da II a V del citato Título XIV trovino applicazione anche con riguardo alle società con azioni ammesse alla negoziazione sugli MTF spagnoli.

Detti Capítulos riguardano: (a) il regime di dematerializzazione dei titoli (azioni e obbligazioni), (b) la trasparenza sugli assetti proprietari e sull'ultimate *beneficial owner*, (c) la disciplina sui privilegi patrimoniali attribuibili alle azioni, (d) le azioni riscattabili, (e) la disciplina speciale sul diritto di opzione (fra l'altro, termine minimo di offerta e casi di esclusione), (f) i limiti quantitativi all'acquisto di azioni proprie (fissato in una misura pari al 10% del capitale), (g) la disciplina speciale sull'emissione di obbligazioni (fra l'altro, disapplicazione del limite quantitativo all'emissione)³⁹.

La Ley 5/2021, nel recepire la SHD2, ha inoltre previsto, in relazione alla definizione di "*proxy advisor*", che si debba fare riferimento sia alle società quotate, sia a quelle con azioni ammesse alla negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione⁴⁰, così ampliando il campo di applicazione delineato dalla Direttiva (e riflesso nell'art. 124-*quater*, comma 1, lett. c), TUF).

Rimane invece fermo un significativo *gap* sui seguenti aspetti: (i) regole speciali sull'assemblea degli azionisti e sui diritti di questi ultimi, (ii)

³⁸ In materia di incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, pubblicata sul Boletín Oficial del Estado n. 88 del 13 aprile 2021 (BOE-S-2021-88).

³⁹ Le disposizioni *sub* (b), (e) e (g) sono state modificate dalla stessa Ley 5/2021.

⁴⁰ Così il nuovo art. 137 *bis* LSC (*Asesores de voto*), introdotto dalla Ley 5/2021.

regolamento del consiglio di amministrazione, (iii) composizione di quest'ultimo (vietando l'organo gestionale unipersonale), (iv) attribuzioni non delegabili, (v) regole speciali sugli amministratori (anche investiti di particolari cariche) e sul consiglio, (vi) comitati endoconsiliari, (vii) remunerazioni, (viii) patti parasociali, (ix) informazione societaria.

Per quanto (per il momento) non si assista ancora a una totale equiparazione fra le due categorie di emittenti, la linea di demarcazione è stata fortemente scolorita, già sul piano legislativo.

Quanto ai vincoli statuari imposti dalla Circular 1/2020 del gestore del mercato in materia di "*requirements and procedure for incorporation and exclusion in the BME Growth trading segment of BME MTF Equity*" (la "Circular 1/2020"), è utile segnalare un profilo emblematico della tendenza dei gestori dei principali MTF a far propri numerosi principi e regole tipiche della disciplina delle società con azioni ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati (tendenza, quest'ultima, riscontrabile anche in Italia, relativamente al mercato AIM - v. *infra*). Da un lato, l'organo amministrativo non può essere unipersonale, così uniformandosi alla regola primaria di cui all'art. 529 *bis*, par. 1, LSC destinato alle società quotate (rubricato "*Carácter necesario del consejo de administración*"). Dall'altro, lo statuto deve prevedere necessariamente:

- (i) l'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti⁴¹;
- (ii) l'obbligo di informativa sui patti parasociali⁴²;
- (iii) il diritto al disinvestimento nel caso in cui un azionista acquisti una partecipazione superiore al 50%, secondo uno schema negoziale dagli effetti assimilabili a quelli dell'OPA obbligatoria ma a struttura "inversa",

⁴¹ Ai sensi dell'art. 21 delle Operating Rules and Regulations di BME Growth (le "Rules") - attuato della Circular 3/2020 del gestore del mercato in materia di "*information to be provided by companies admitted to trading in the BME Growth segment of BME MTF Equity*" (la "Circular 3/2020") - l'emittente deve comunicare al pubblico qualsiasi variazione che determini il superamento (in aumento o in diminuzione) della soglia partecipativa del 5% o di suoi multipli.

⁴² L'art. 21 delle Rules - attuato della Circular 3/2020 - precisa che tale obbligo di trasparenza si applica ai patti parasociali che incidono sul trasferimento delle azioni o sull'esercizio dei diritti di voto, purché stipulati fra soci che detengono almeno il 5% del capitale.

prevedendosi il divieto per gli oblati di accettare l'offerta nel caso in cui essa non sia rivolta (nel caso di superamento potenziale della soglia appena indicata) a tutti i restanti azionisti⁴³;

(iv) il diritto al disinvestimento in caso di *delisting* volontario, espressamente inapplicabile nel caso di contestuale passaggio a un mercato regolamentato spagnolo⁴⁴.

Al pari di quanto previsto per le società quotate (art. 539, par. 2, LMV), gli emittenti BME Growth devono avere un sito internet sul quale pubblicare le informazioni regolamentate⁴⁵. Inoltre, gli emittenti devono nominare un Registered Advisor, incaricato, fra l'altro, di verificare su base continuativa che l'emittente soddisfi i requisiti per l'ammissione alla negoziazione⁴⁶.

Come si vedrà nel prossimo paragrafo, la disciplina del mercato BME Growth presenta tratti comuni con quella di AIM Italia, pur mantenendo maggior aderenza al principio di distinzione rispetto alla disciplina - ben più onerosa e pervasiva - tipica delle società quotate su mercati regolamentati.

Infatti, al di là dell'estensione della normativa sulle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie (pur con una soglia rilevante sensibilmente superiore a quella prevista per le società quotate, in modo del tutto corrispondente all'esperienza francese sopra descritta) - i vincoli derivanti dalle regole elaborate dal gestore del mercato hanno finalità prevalentemente di tutela degli investitori e del mercato attraverso

⁴³ Laddove l'art. 131, par. 1, del Real Decreto Legislativo 4/2015 (Ley del Mercado de Valores o "LMV") (rubricato "*Control de la sociedad*") prevede che per le società quotate la soglia rilevante è quella del 30%.

⁴⁴ Si prevede il diritto di *exit* da parte dei soci che non abbiano concorso alla decisione, a fronte del pagamento di un corrispettivo da calcolarsi secondo le norme sulle offerte pubbliche di acquisto.

⁴⁵ Circular 3/2020, section four, par. 2.

⁴⁶ Requisiti, nomina e doveri del Registered Advisor sono individuati nella Circular 4/2020 del gestore del mercato in materia di "*registered advisor in the BME Growth trading segment of BME MTF Equity*".

meccanismi di trasparenza, non molto incisivi sul piano societario e organizzativo.

Anche in questo caso, lo “scalino” legislativo è stato livellato solo in parte dal legislatore (che ha comunque preservato il *gap* disciplinare in larga parte, soprattutto per quanto riguarda le regole maggiormente incisive di *corporate governance*) e in misura ridotta dal regolamento borsistico.

2.4.4. AIM Italia.

Al 31 dicembre 2020, risultavano ammessi alla negoziazione sull'AIM gli strumenti finanziari emessi da 138 società, secondo una progressione crescente negli anni, che ha visto una particolare accelerazione a partire dal 2017-2018⁴⁷. Nel corso del 2020, pur a fronte della situazione emergenziale causata dalla diffusione del Covid-19, l'AIM ha visto ben 23 nuove ammissioni alla negoziazione (solo 1 è stata invece la nuova ammissione sul mercato regolamentato MTA) e 5 passaggi dall'AIM all'MTA, ossia il principale mercato regolamentato organizzato e gestito da Borsa Italiana (di cui 2 al segmento STAR); sono state invece 9 le uscite dall'AIM, fra *delisting* e *revoche*. Sempre per effetto delle regole introdotte da MiFID II, l'AIM ha ottenuto, già all'indomani dell'entrata in vigore della relativa disciplina, il riconoscimento quale “MTF di crescita” per le piccole e medie imprese (PMI)⁴⁸, avvalendosi così di una delle novità più «segnalistiche» dell'attenzione che il legislatore ha riservato ai canali di finanziamento delle PMI, secondo quanto ribadito a più riprese anche nel

⁴⁷ Nel corso primo trimestre del 2021 si sono perfezionate 4 ammissioni alle negoziazioni su AIM Italia.

⁴⁸ Come si è detto, nell'ambito degli MTF, MiFID II ha previsto un regime particolare per quei sistemi di negoziazione funzionali ad agevolare l'accesso al mercato da parte delle PMI. Si tratta dei cc.dd. “mercati di crescita per le PMI”, disciplinati dall'art. 69 TUF, e destinati alle imprese che rispettano i parametri indicati nella definizione di “piccola o media impresa” dettata dall'art. 61, comma 1, lett. h), TUF. Con comunicato stampa del 18 dicembre 2017, Borsa Italiana ha annunciato che AIM Italia è stato registrato presso Consob come mercato di crescita per le PMI con decorrenza dal 3 gennaio 2018 (comunicazione disponibile al link <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2017/aimitaliasmegm.htm>).

contesto della *Capital Markets Union*⁴⁹. Nei suoi primi 10 anni di vita, l'esperienza maturata dall'AIM, come mostrano anche i dati più recenti (v. *infra*) non può che giudicarsi favorevolmente⁵⁰. Alla fine del 2020, le 138 società ammesse all'AIM avevano una capitalizzazione aggregata pari a € 5,8 miliardi (in calo rispetto ai 6,6 miliardi di fine 2019)⁵¹. Si tratta di una percentuale di rilievo del totale delle PMI quotate sui mercati gestiti da Borsa Italiana (definite, a questi fini, come le società che hanno una capitalizzazione inferiore a 500 milioni di Euro), essendo pari a circa il 47,1% del totale (pari, sempre alla stessa data, a n. 293)⁵², e pari al 36,7% circa di tutte le società quotate sui medesimi mercati⁵³.

L'AIM si pone, dichiaratamente, l'obiettivo di realizzare un assetto che tenga conto, e contemperì, tutte le diverse istanze che connotano gli assetti dei cc.dd. mercati di crescita. Sul sito di Borsa Italiana, nella pagina di accesso al sistema, si legge infatti che "AIM Italia è dedicato alle PMI dinamiche e competitive, in cerca di capitali per finanziare la crescita grazie ad un approccio regolamentare equilibrato, pensato per le esigenze di imprese ambiziose. AIM Italia offre un percorso di quotazione calibrato sulla struttura delle piccole e medie imprese, basandosi sulla figura

⁴⁹ COMMISSIONE EUROPEA, *Green Paper: Building a Capital Markets Union*, COM(2015) 63, in www.ec.europa.eu.

⁵⁰ V., da ultimo, L. PLATTNER, *La quotazione all'AIM come tecnica di finanziamento delle PMI*, Relazione al XXXII Convegno di studio "Adolfo Beria di Argentine" su problemi attuali di diritto e procedura civile, "Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?", Courmayeur, 14-15 settembre 2018, in <https://www.cnpds.it/documenti/plattner.pdf>.

⁵¹ I dati sono ricavati, per il 2020, dal comunicato stampa IR Top Consulting e Osservatorio AIM Italia del 4 gennaio 2021 e, per il 2019, dalla presentazione "*Deck AIM Italia - novembre*", gentilmente messami a disposizione da Borsa Italiana, e predisposta da quest'ultima. Sui risultati e sul trend del primo decennio di vita di AIM Italia si vedano l'articolata analisi e i dati pubblicati in POLITECNICO DI MILANO - SCHOOL OF MANAGEMENT, *AIM Italia 2009-2019: 10 anni di storie imprenditoriali*, 2019.

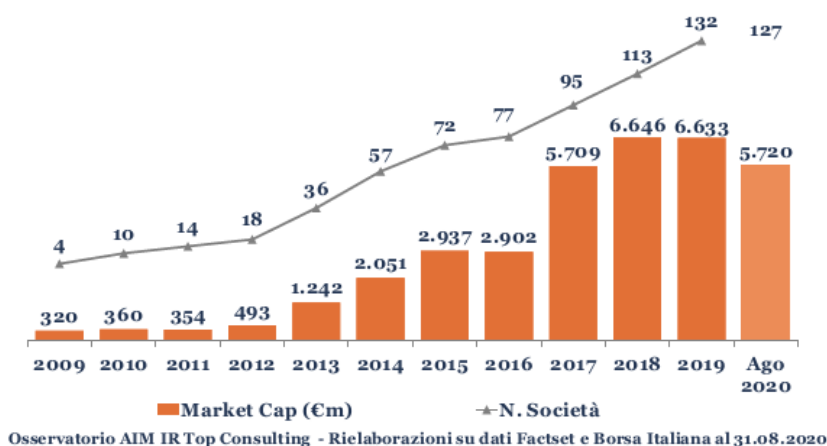
⁵² A fronte di 155 società con azioni quotate su mercati regolamentati definibili come PMI ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. w-*quater*.1), TUF a fine 2020, come segnalato in <https://www.consob.it/web/area-pubblica/emittenti-quotati-pmi>.

⁵³ A fronte di 238 società con azioni quotate su mercati regolamentati a fine 2020, come segnalato nel comunicato annuale "*Borsa Italiana: Review dei Mercati 2020*".

centrale di un consulente – il Nomad – che accompagna la Società durante la fase di ammissione e per tutta la permanenza sul mercato”.

Il successo dell’AIM Italia è immediatamente percepibile volgendo lo sguardo al seguente grafico, elaborato da IR Top Consulting nel settembre 2020.

Evolutione del mercato AIM – Osservatorio AIM®



IR Top Consulting - Equity Capital Markets Advisory – Milano, 1 settembre 2020

Proprio nel senso della creazione di un percorso di accesso ai mercati dei capitali graduale e modulare, che non imponga agli emittenti di effettuare un unico e ampio “salto” fra l’originaria dimensione “chiusa” e quella “aperta”, nell’estate 2020 Borsa Italiana ha previsto l’istituzione di un “Segmento Professionale” all’interno dell’AIM, con negoziazioni accessibili ai soli investitori professionali⁵⁴ (restrizione giustificata dall’esigenza di tutela degli investitori retail). Come indicato nel relativo regolamento, “il Segmento è caratterizzato da alcune semplificazioni in tema di condizioni di ammissione e permanenza, in considerazione della natura degli investitori. L’emittente AIM Italia può chiedere di essere ammesso su tale Segmento che è consigliato, ad esempio, per società che preferiscono accedere con maggior gradualità al mercato anche separando

⁵⁴ Individuati nei soggetti di cui all’Allegato II, parti 1 e 2, della MiFID II.

la fase di ammissione e la fase di raccolta di capitali, e per strumenti finanziari con caratteristiche di complessità. Le società che hanno avviato la commercializzazione dei prodotti/servizi da meno di un anno e/o devono ancora avviare i fondamentali funzioni/processi strategici previsti dal modello di business possono essere ammesse solo su tale Segmento⁵⁵. Alla fine del primo trimestre 2021 il numero delle società con azioni negoziate su detto Segmento è pari a 3⁵⁶.

L'approccio "equilibrato" muove, *in primis*, dai requisiti per l'ammissione alle negoziazioni. Il Regolamento AIM punta ad ottenere un risultato orientato ad agevolare l'ammissione di emittenti di dimensioni non significative, senza tuttavia rinunciare ad un quadro strutturato di regole in larga misura ritagliato su quello degli emittenti quotati nei mercati regolamentati, al quale però vengono apportate numerose semplificazioni⁵⁷.

Ciò detto, anche per l'AIM non è sempre agevole trovare un punto di equilibrio soddisfacente tra opposte esigenze. Vi sono, a riguardo, due

⁵⁵ Il Regolamento precisa poi che "nel caso di passaggio dal Segmento Professionale al mercato AIM Italia aperto agli investitori al dettaglio, non sono richiesti la comunicazione di pre-ammissione e il documento di ammissione. La domanda di ammissione è sostituita da una richiesta di passaggio sottoscritta dal legale rappresentante".

⁵⁶ Fenix Entertainment, Igeamed, MIT SIM.

⁵⁷ In particolare, secondo quanto previsto dal Regolamento Emittenti AIM Italia, per poter lanciare un'Offerta Pubblica Iniziale dei propri titoli sul mercato AIM italiano, un emittente deve essere dotato di un flottante non inferiore al 10% del capitale sociale e gli ultimi bilanci certificati devono essere conformi alla normativa applicabile. L'apertura delle negoziazioni dei titoli è subordinata al buon esito dell'Offerta Pubblica Iniziale, condizionato alla sottoscrizione o all'acquisto delle azioni da parte di almeno cinque investitori istituzionali (che rappresentino almeno il 10% del capitale sociale). Solo una volta conclusa con successo la fase di Offerta Pubblica Iniziale, agli investitori *retail* è consentito procedere all'acquisto delle azioni rimanenti. L'emittente, dal canto suo, deve produrre un documento di ammissione contenente le informazioni pertinenti (secondo quanto disciplinato dalla Scheda 2 del Regolamento Emittenti AIM Italia) ed è, altresì, tenuto ad aprire e mantenere, dalla data di ammissione al mercato AIM, un proprio sito *web* ove determinate informazioni rilevanti sono messe gratuitamente a disposizione del pubblico. Il documento di ammissione, a differenza del prospetto, non è soggetto ad alcuna procedura istruttoria né richiede il nulla osta o altra forma di autorizzazione da parte della Consob o di Borsa Italiana. Da ciò deriva la centralità della figura del Nomad, incaricato di valuta l'appropriatezza dell'emittente per l'ammissione sull'AIM Italia.

profili degni di nota: il primo è quello che attiene alla linea di confine tra gli MTF di crescita e gli altri sistemi di negoziazione. Il secondo, riguarda il rapporto tra le regole applicabili agli emittenti che negoziano le proprie azioni sugli MTF, e gli emittenti quotati.

Sotto il primo profilo, la questione di fondo attiene al fatto che, per ottenere lo *status* di MTF di crescita, è sufficiente che soltanto una percentuale delle società ammesse alla negoziazione si qualifichi alla stregua di PMI (almeno il 50%, secondo il disposto dell'art. 69, comma 2, lett. a), TUF). Pertanto, su di un MTF di crescita può darsi anche una percentuale significativa di imprese di dimensioni non ridotte: ne deriva il rischio di uno scolorimento dei tratti caratterizzanti tali *trading venues*, e la perdita delle relative specificità rispetto alle altre *trading venues*⁵⁸. Ne deriva, altresì, che emittenti di dimensioni non ridotte possono accedere alle negoziazioni sull'AIM, beneficiando di un regime agevolato forse più adatto alle vere e proprie PMI, e comunque pensato su misura per queste ultime. Ribaltando la prospettiva, si osserva, infatti, che i requisiti di ammissione ai mercati gestiti da Borsa Italiana, diversi dall'AIM, interessano fasce di emittenti che, potenzialmente, si sovrappongono a quelli destinati ad AIM. Si consideri la Tabella di seguito riportata.

| | MTA | Segmento STAR | AIM Italia - MAC | AIM Italia - Segmento Professionale |
|------------------|-----|---------------|------------------|-------------------------------------|
| Flottante | 25% | 35% | 10% | 2%-10% ⁵⁹ |

⁵⁸ V. L. ENRIQUES, *What should qualify as a "SME Growth Market"?*, in *Oxford Business Law Blog*, 26 gennaio 2018, disponibile all'indirizzo <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2018/01/what-should-qualify-sme-growth-market>, che rileva: "It would make more sense to identify as SME Growth Markets those trading venues that only let in companies below a given size in terms of capitalization at the time they are admitted to trading, no matter how much they grow thereafter".

⁵⁹ Nel caso di ammissione alle negoziazioni sul Segmento Professionale del mercato AIM Italia, "il flottante minimo del 10% del capitale deve essere ripartito fra almeno 5 investitori non parti correlate né dipendenti della società o del gruppo, anche non aventi natura istituzionale o professionale. Ai fini della formazione del flottante non è richiesto che sia effettuato un collocamento". Su tale segmento il flottante può addirittura essere

| | | | | |
|---|---|---|---|--|
| Bilanci certificati | 3 | 3 | 1 (se esistente) | 1 (se esistente) |
| Principi contabili | Internazionali | Internazionali | Italiani o Internazionali | Italiani o Internazionali |
| Offerta | Istituzionale / Retail | Istituzionale / Retail | Istituzionale | Non obbligatoria |
| Altri documenti | Prospetto informativo / SCG / Piano ind. / QMAT | Prospetto informativo / SCG / Piano ind. / QMAT | Documento di ammissione | Documento di ammissione semplificato |
| Market cap (€) | Min € 40 mln | Min € 40 mln - Max 1 bn | Nessun requisito formale | Nessun requisito formale |
| CDA (n. indipendenti) | Raccomandato (Codice di Corp. Gov.) | Obbligatorio (n. nel Regolamento) | Obbligatorio da settembre 2020 (n. nel Regolamento) ⁶⁰ | Nessun requisito formale |
| CDA (requisiti di onorabilità) e CS (requisiti di onorabilità e professionalità) | Obbligatorio | Obbligatorio | Obbligatorio da settembre 2020 (Regolamento) | Obbligatorio da settembre 2020 (Regolamento) |
| Comitato Controllo e Rischi | Raccomandato (Codice di Corp. Gov.) | Obbligatorio | Nessun requisito formale | Nessun requisito formale |

inferiore alla - già contenuta - soglia del 10%, sino a un minimo del 2%. Precisa infatti il Regolamento che “laddove il flottante minimo sia inferiore al 10% del capitale ma comunque superiore o uguale al 2% del capitale o il numero minimo di investitori non sia assicurato oppure gli investitori siano parti correlate o dipendenti della società o del gruppo, Borsa Italiana contestualmente all’ammissione dell’emittente AIM Italia alle negoziazioni dispone la sospensione delle stesse fino a quando il requisito del flottante nei termini previsti per il Segmento Professionale venga pienamente rispettato. Trascorsi due anni senza che tale requisito venga soddisfatto, Borsa Italiana dispone la revoca dalle negoziazioni”.

⁶⁰ L’amministratore deve possedere i requisiti di indipendenza stabiliti dall’art. 148, comma 3, TUF (analogamente a quanto previsto per le società con azioni quotate sui mercati regolamentati, ai sensi dell’art. 147-ter, comma 4, TUF) - salvo l’emittente faccia riferimento a requisiti differenti, previsti in un codice di autodisciplina, almeno equivalenti a quelli di cui alla disposizione di legge appena richiamata, a prescindere dalla circostanza che l’emittente abbia o meno aderito a detto codice - e deve essere “scelto tra i candidati che siano stati preventivamente individuati o valutati positivamente dal Nominated Adviser”.

| | | | | |
|------------------------------------|-------------------------------------|--|--|--------------------------|
| Comitato Remunerazione | Raccomandato (Codice di Corp. Gov.) | Obbligatorio | Nessun requisito formale | Nessun requisito formale |
| Incentivi al top management | Raccomandato (Codice di Corp. Gov.) | Obbligatorio (Remun. legata a performance) | Nessun requisito formale | Nessun requisito formale |
| Investor relator | Raccomandato | Obbligatorio | Obbligatorio da settembre 2020 (Regolamento) | Nessun requisito formale |
| Sito Web | Obbligatorio | Obbligatorio | Obbligatorio | Obbligatorio |
| Principale advisor | Sponsor / Global coordinator | Sponsor / Global coordinator | Nomad | Nomad |

Dall'esame dei requisiti richiesti tra i vari segmenti di mercato, pare evidente come non risulti possibile tracciare una linea biunivoca tra tipologia di mercato di quotazione, e dimensioni dell'impresa. Il segmento STAR, infatti, è rivolto a emittenti che abbiano una capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro: tutt'altro che soggetti necessariamente "piccoli", dunque, che potrebbero ben, di contro, "puntare" all'MTA. Inoltre, la quotazione sul segmento STAR impone agli emittenti obblighi particolarmente qualificati in tema di trasparenza e *governance*, in genere meno adatti a società di piccole-medie dimensioni. Quanto all'AIM, non vi sono requisiti di capitalizzazione; la componente minima di PMI richiesta quale MTF di crescita è limitata, come già ricordato, al 50% degli emittenti AIM, là dove la differenza può essere rappresentata da emittenti che potrebbero quotarsi anche sullo STAR o sul MTA.

Questo assetto, se da un lato finisce per scolorire le specificità dei singoli mercati, dall'altro risponde all'esigenza di ampliare l'offerta delle potenziali *trading venues* per gli emittenti: in molti casi, potendo scegliere tra varie alternative, la società è in grado di meglio soppesare costi e benefici dell'una, o dell'altra opzione. Inoltre, questo assetto può agevolare il trasferimento dell'emittente dall'uno all'altro mercato. In tal senso, particolarmente interessanti risultano i dati sulla mobilità delle

società dall'AIM all'MTA. Lo schema di cui alla Figura 4 riepiloga i passaggi che si sono verificati, nel tempo (sino alla fine del primo trimestre 2021), dall'AIM verso altri mercati; non si tratta, in vero, di un flusso numericamente molto rilevante, ma è di per sé significativo osservare una certa mobilità degli emittenti, non soltanto verso l'MTA, ma anche verso il segmento STAR (in sede di market transfer verso il mercato regolamentato o successivamente)⁶¹.

| Società | ISIN | Tipologia di transizione | Apertura delle negoziazioni - Nuovo mercato |
|-----------------------|--------------|--|---|
| Sesa | IT0004729759 | Transizione dall'AIM Italia al MTA ⁶² | 22/10/13 |
| Tinexta ⁶³ | IT0005037210 | Transizione dall'AIM Italia al MTA, STAR | 30/08/16 |
| Luve | IT0005107492 | Transizione dall'AIM Italia al MTA | 21/06/17 |
| Giglio Group | IT0005122400 | Transizione dall'AIM Italia al MTA, STAR | 20/03/18 |
| Triboo | IT0005001554 | Transizione dall'AIM Italia al MTA | 29/06/18 |
| Piteco | IT0004997984 | Transizione dall'AIM Italia al MTA | 25/09/18 |
| Equita Group | IT0005312027 | Transizione dall'AIM Italia al MTA, STAR | 23/10/18 |
| Sit | IT0005262149 | Transizione dall'AIM Italia al MTA | 28/11/18 |
| GPI | IT0005221517 | Transizione dall'AIM Italia al MTA | 28/12/18 |

⁶¹ È però interessante riportare i dati elaborati da IR Top Consulting secondo cui, nonostante gli effetti negativi sui corsi di borsa legati all'emergenza sanitaria, "la performance media dei 16 titoli dalla data del passaggio da AIM Italia a MTA [fra il 2013 e luglio 2020] è positiva e pari al +34%".

⁶² Successivamente ammessa al segmento STAR, con negoziazioni avviate a far data dal 16 febbraio 2015.

⁶³ Sino al 7 novembre 2018 denominata Tecnoinvestimenti.

| | | | |
|---------------|--------------|--|------------|
| Illimity Bank | IT0005359192 | Transizione dall'AIM Italia al MTA ⁶⁴ | 05/03/19 |
| Wiiit | IT0004922826 | Transizione dall'AIM Italia al MTA, STAR | 02/04/19 |
| Cellularline | IT0005244618 | Transizione dall'AIM Italia al MTA, STAR | 22/07/19 |
| Alkemy | IT0005314635 | Transizione dall'AIM Italia al MTA, STAR | 17/12/19 |
| Orsero | IT0005138703 | Transizione dall'AIM Italia al MTA, STAR | 23/12/19 |
| Neodecortech | IT0005275778 | Transizione dall'AIM Italia al MTA ⁶⁵ | 25/05/20 |
| SICIT | IT0005372344 | Transizione dall'AIM Italia al MTA, STAR | 15/06/20 |
| Somec | IT0005329815 | Transizione dall'AIM Italia al MTA | 04/08/20 |
| PharmaNutra | IT0005274094 | Transizione dall'AIM Italia al MTA, STAR | 15/12/20 |
| Salcef Group | IT0005388266 | Transizione dall'AIM Italia al MTA | 22/12/20 |
| Abitare In | IT0005338493 | Transizione dall'AIM Italia al MTA, STAR | 01/03/2021 |

Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/home/aim-italia.htm>

Mobilità che non è in alcun modo esclusiva dell'esperienza italiana, caratterizzando anche le vicende degli emittenti con azioni negoziate su MTF di crescita stranieri⁶⁶.

⁶⁴ Successivamente ammessa al segmento STAR, con negoziazioni avviate a far data dal 10 settembre 2020.

⁶⁵ Successivamente ammessa al segmento STAR, con negoziazioni avviate a far data dal 15 marzo 2021.

⁶⁶ Basta fare riferimento ad alcuni recenti dati relativi al mercato First North Sweden, nel quale, nel solo 2020, "12 Nasdaq listed companies moved from First North to the Main Market (10 in 2019) and since the introduction of the First North market in 2005, 96 companies have moved from First North to the Nordic Main market. A total of 62 companies are presently listed

Quanto precede conferma che il punto di equilibrio tra tutte le istanze in gioco non è sempre facile da trovare.

Sull'AIM, il compito di individuare la soluzione è stato affidato ad una sapiente (anche se, a tratti, intricata) combinazione tra regole del mercato, e disciplina degli statuti degli emittenti. Premesso che si tratta di una scelta non imposta dalla legge, ma motivata da decisioni di *policy* rimesse alla discrezionalità del gestore della *trading venue*, la soluzione risiede nella trasposizione, a livello statutario, di taluni istituti centrali nella disciplina degli emittenti quotati e, tra questi, quelli in tema di:

- (i) OPA obbligatoria,
- (ii) trasparenza degli assetti proprietari,
- (iii) presenza di una componente indipendente minima in seno all'organo amministrativo (da metà 2020)⁶⁷,
- (iv) necessaria sussistenza, in capo a tutti gli amministratori dell'emittente, dei requisiti di onorabilità di cui all'art. 147-*quinquies* TUF e, in capo ai sindaci, dei requisiti di onorabilità e professionalità di cui all'art. 148, comma 4, TUF⁶⁸ (da metà 2020),
- (v) limite quantitativo all'acquisto di azioni proprie, di cui all'art. 2357, comma 3, c.c. (da metà 2020),
- (vi) *disclosure* preventiva circa la calendarizzazione dei principali eventi societari, con previsioni del tutto equiparabili a quelle del MTA (da metà 2020).

Gli effetti che ne derivano sono, naturalmente, non perfettamente coincidenti con quelli propri della disciplina legale, ma vanno comunque

at First North Premier and the number has increased by 13 companies in 2020 (9 in 2019)" (comunicato stampa del gestore del mercato del 13 gennaio 2021).

⁶⁷ Come segnalato da IR Top Consulting e Osservatorio AIM Italia nel luglio 2020, "il 63% dei Consigli di Amministrazione presenta al proprio interno 1 amministratore indipendente, con un trend in crescita (57% nel 2019, 53% nel 2018). Nel 27% dei CDA sono presenti 2 amministratori indipendenti in linea con il 2019 (32% nel 2018), nell'8% un numero di indipendenti pari o superiore a 3 (12% nel 2019 e nel 2018). Nel 2% dei CDA non sono presenti amministratori indipendenti (rispetto al 4% nel 2019 e al 3% nel 2018)".

⁶⁸ Come attuati dal Decreto del Ministro della Giustizia del 30 marzo 2000, n. 162.

nella direzione di non allontanare troppo, con riferimento a taluni istituti-chiave, gli emittenti AIM da quelli ammessi alla quotazione nei mercati regolamentati. Tra AIM (MTF di crescita) e mercati regolamentati lo “scalino” viene, dunque, a ridursi. Anche alla luce degli ultimi sviluppi disciplinari promossi da Borsa Italiana, è innegabile la sempre più marcata tendenza del mercato AIM Italia ad avvicinarsi all’MTA, quantomeno per quanto concerne alcune fondamentali regole di *governance*, così riducendo la dimensione dello “scalino” fra MTF e mercato regolamentato.

Questo “scalino” ha però - in taluni casi - una propria precisa ragione d’essere. Si pensi, ad esempio, all’applicazione - in base all’art. 25-*bis* del Regolamento AIM (applicabile dalla seconda metà del 2020) - della norma di cui all’art. 2357, comma 3, c.c. in tema di limite all’acquisto delle proprie azioni (“il valore nominale delle azioni acquistate a norma dell’articolo 2357, commi 1 e 2, non può eccedere la quinta parte del capitale sociale, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate”), che vuole sì ridurre il *gap* fra emittenti con azioni ammesse alla negoziazione sull’MTF⁶⁹, anche nell’ottica della maggior tutela degli investitori, ma potrebbe avere l’effetto paradossale di ridurre il volume degli scambi e la liquidità del titolo, già non paragonabili a quelli dei mercati regolamentati, fra l’altro per la minor entità del flottante.

Il Segmento Professionale, pur limitatamente, ha invece contribuito al mantenimento di uno “scalino” intermedio maggiormente distante dai mercati regolamentati di quanto non sia ormai divenuto l’AIM Italia.

È però innegabile la “fuga in avanti” in cui Borsa Italiana si è recentemente lanciata rispetto a quanto avviene (per il momento) per gli MTF di crescita stranieri assimilabili all’AIM Italia, cui si è fatto, pur sinteticamente, riferimento.

⁶⁹ Tendenza alla riduzione del *gap*, nella materia di cui si sta discorrendo, già avviata dal legislatore ordinario che nel 2018 ha introdotto un nuovo comma 3-*bis* all’art. 132 TUF, il quale prevede che “le disposizioni del presente articolo si applicano anche agli acquisti di azioni proprie effettuati da emittenti che hanno richiesto o autorizzato la negoziazione di azioni di propria emissione su un sistema multilaterale di negoziazione italiano, o da società controllate”.

2.4.4.1. AIM e OPA obbligatoria.

Il profilo forse di maggior rilievo che connota l'AIM, nelle prospettive sin qui segnalate, riguarda la disciplina dell'OPA obbligatoria.

In base all'art. 17 del Regolamento, al fine di rispettare le disposizioni in tema di informativa sui cambiamenti sostanziali, l'emittente AIM Italia deve assicurarsi, per quanto possibile, che gli azionisti significativi comunichino ogni cambiamento sostanziale della loro partecipazione azionaria nei medesimi termini di cui alla disciplina sulla Trasparenza. A tal fine per "cambiamento sostanziale" si intende il raggiungimento o il superamento delle soglie del 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66,6% e 90% ai sensi della Disciplina sulla Trasparenza. Viene precisato che, ai fini del Regolamento AIM, la normativa in tema di Trasparenza e di Informativa - che si applica alle sole società quotate - si considera applicabile anche agli emittenti AIM Italia. Non trova, invece, applicazione l'articolo 120, comma 4- *bis* TUF⁷⁰.

Degno di nota appare, con riferimento all'AIM, l'impatto che i profili sin qui segnalati hanno avuto sugli statuti degli emittenti. Se, in base all'art. 6-*bis* del Regolamento, ogni emittente AIM Italia deve adottare e mantenere "appropriate regole di governo societario", il pilastro di tali "appropriate regole" è rappresentato dalla disciplina dell'OPA. Lo schema legale dell'OPA obbligatoria, che deriva dal TUF, e che si applicherebbe unicamente agli emittenti quotati nei mercati regolamentati, viene dunque ad essere "interiorizzato" dagli statuti societari, secondo i criteri declinati

⁷⁰ In relazione al profilo della trasparenza degli assetti proprietari, da un esame dei 138 statuti degli emittenti le cui azioni risultavano essere negoziate sull'AIM alla data del 28 marzo 2021, si rileva che, in molti casi, la nozione di "partecipazione rilevante" è integrata al fine di ricomprendervi obblighi di segnalazione ulteriori rispetto a quelli imposti dal Regolamento. Frequente risulta, infatti, la previsione di soglie aggiuntive, pari, ad esempio, al 35%, 40%, 45%, 75% e 95% (sui dettagli dell'analisi empirica condotta sugli statuti degli emittenti AIM si veda *infra*, nt. 81 e testo corrispondente). Previsioni di questo tenore si rinvencono in ben 47 statuti. Da segnalare, in questa prospettiva, risulta poi lo statuto di Ambromobiliare, ove la soglia delle partecipazioni rilevanti è identificata nel 3% del capitale sociale e in tutte le successive variazioni, in aumento o in diminuzione, dell'1% del capitale sociale.

nella Scheda Sei allegata al Regolamento AIM (modificata da ultimo nel luglio 2020)⁷¹. Ai sensi del medesimo art. 6-*bis*, nel caso di promozione da parte di uno o più soggetti di un'offerta nei confronti di un Emittente AIM Italia che abbia adottato statutariamente le previsioni in tema di OPA di cui alla Scheda Sei, trova dunque applicazione, per effetto del richiamo volontario operato dalle previsioni statutarie sopra citate, la disciplina prevista dal TUF (e relative disposizioni di attuazione ed orientamenti Consob) in materia di:

- soglie (di mutamento degli assetti proprietari) rilevanti ai fini dell'obbligo di promuovere un'OPA (art. 106, commi 1, 1-*bis*, 1-*ter*, 3, lettere a), b), 3-*bis*, 3-*quater*, del TUF e artt. 44-*bis*, 44-*bis*.1, 44-*ter*, 45, 46 del Regolamento Consob n. 11971/1999, "Regolamento Emittenti");
- esenzione dall'obbligo di promuovere l'offerta (art. 106, commi 4, 5 e 6, del TUF e articolo 49 del Regolamento Emittenti);
- identificazione dei soggetti tenuti alla promozione dell'offerta (art. 106, comma 1 e 2, e 109, del TUF e art. 44-*quater* del Regolamento Emittenti);
- condizioni (prezzo e corrispettivo) e modalità temporali di promozione dell'offerta obbligatoria (art. 106, comma 1, 2, 2-*bis*, 3, lettere c) e d), del TUF, art. 40, comma 2, lettera b) e, limitatamente ai casi di aumento e riduzione del prezzo su istanza di chi vi abbia interesse, 47-*bis*, 47-*ter*, 47-*quinquies*, 47-*sexies*, 47-*septies*, 44-*octies* del Regolamento Emittenti).

Il Regolamento AIM prevede che - anche là dove non richiesto dalla normativa vigente - gli offerenti dovranno pubblicare, ai fini di una completa informativa, un documento di offerta redatto secondo gli schemi previsti nell'Allegato 2A del Regolamento Emittenti, recante, nella prima pagina, in posizione preminente ed in grassetto, la seguente frase: "Consob e Borsa Italiana non hanno esaminato né approvato il contenuto di questo documento".

⁷¹ Pone in luce che le regole statutarie devono necessariamente essere contenute nell'atto costitutivo della società, ancorché lo "statuto" di questa sia comunque poi anche composto dalle regole legislative che disciplinano quel tipo di società, M. STELLA RICHTER JR, *Forma e contenuto dell'atto costitutivo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, Torino, UTET, 2004, vol. 1, 165 ss., spec. 175 e 273 ss.

Ai fini del corretto svolgimento delle offerte ai sensi delle disposizioni della Scheda Sei, si considerano applicabili le disposizioni del TUF (e relative disposizioni di attuazione ed orientamenti), ma limitatamente a talune disposizioni⁷². È opinione largamente condivisa che l'OPA endosocietaria obbligatoria abbia come fonte esclusiva lo statuto dell'emittente. Il Regolamento AIM, infatti, non costituisce la fonte dell'obbligo di OPA per i relativi emittenti⁷³, essendo, semplicemente, il presupposto sulla base del quale l'emittente introduce nello statuto la relativa disciplina, la quale ultima assume rilievo nei rapporti con gli azionisti. Tale introduzione, pertanto, consegue ad obblighi negoziali che la società assume con la società di gestione dell'AIM al momento dell'ammissione alla quotazione.

La peculiarità di tale assetto non ha mancato di attrarre l'attenzione degli interpreti, e di sollevare non poche questioni interpretative, a partire dalla compatibilità dell'OPA endosocietaria con i principi generali⁷⁴, sino alle

⁷² Si tratta, segnatamente, dei seguenti profili:

- definizioni rilevanti (art. 101-*bis*, commi 4, 4-*bis* e 4-*ter* del TUF e art. 35 del Regolamento Emittenti) e modalità di pubblicazione dei comunicati e documenti relativi all'offerta (artt. 102, comma 1 e 103, comma 4, lettera a), del TUF e art. 36 del Regolamento Emittenti);
- comunicato dell'offerente (art. 102, comma 1, del TUF e art. 37 del Regolamento Emittenti) e garanzie (art. 37-*bis*, comma 1, del Regolamento Emittenti);
- svolgimento dell'offerta (art. 103, comma 1 e comma 4, lettera a), del TUF e art. 40 del Regolamento Emittenti);
- trasparenza e correttezza (art. 103, comma 4, lettere b) e c), del TUF e artt. 41 e 42 del Regolamento Emittenti);
- modifiche dell'offerta e OPA concorrenti (art. 103, comma 4, lettera d), del TUF e artt. 43 e 44 del Regolamento Emittenti).

⁷³ Vi è chi ritiene che il rapporto tra il Regolamento AIM e la clausola statutaria sull'OPA vada ricostruito nel senso che il Regolamento costituisce fonte per l'interpretazione della previsione dello statuto. In tal senso, A. TRISCORNIA, *Il "gioco dell'OPA" all'AIM*, in *Rivista di diritto societario*, 2017, 822. Sui caratteri "atipici" della clausola statutaria sull'OPA si vedano anche le osservazioni di F. FORNASARI, *L'o.p.a. obbligatoria per le società ammesse all'AIM Italia*, in *Giur. comm.*, 2019, I, par. 5.

⁷⁴ Risolta, in senso affermativo, da A. TRISCORNIA, *Il "gioco dell'OPA" all'AIM*, cit., 812. Giova sottolineare che il problema dell'OPA obbligatoria endosocietaria, pur se in una

questioni sollevate dal rinvio, che le clausole statutarie operano alla disciplina dell'OPA obbligatoria di fonte legale⁷⁵. Anche la struttura delle clausole statutarie solleva taluni interrogativi, in specie legati alle previsioni di natura procedimentale, e a quelle che - secondo la formula impiegata dall'Autore che ha per primo colto tali aspetti - si possono indicare come questioni *embrionalmente* processuali⁷⁶. Ulteriori profili riguardano la trasparenza degli assetti proprietari, e, in particolare, quelli collegati all'obbligo di segnalazione all'emittente dell'eventuale superamento della soglia di rilevanza dell'OPA - anch'esso previsto dagli statuti⁷⁷, ma sprovvisto dell'apparato sanzionatorio proprio del regime di trasparenza di fonte legale⁷⁸ -, nonché la puntuale ricostruzione delle regole di fonte legale, che per effetto del gioco di rinvii, possano dirsi effettivamente applicabili all'OPA endosocietaria.

prospettiva slegata dal regolamento AIM di Borsa Italiana, è stato affrontato in dottrina da G. D'ATTORRE, *Opa obbligatoria statutaria e sospensione del diritto di voto*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 679 ss.; E. PEDERZINI, *Profili contrattuali delle offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 2004, 77 ss. Alcuni spunti anche in C. MOSCA, *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell'obbligo di opa. (Note a margine del caso Sai-Fondiarina)*, in *Riv. soc.*, 2007, 1349 ss.; EA., *Autonomia statutaria e disciplina dell'opa obbligatoria: il caso BioXell S.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2006, 1179 ss.

⁷⁵ A. TRISCORNIA, *Il "gioco dell'OPA" all'AIM*, cit., 818.

⁷⁶ A. TRISCORNIA, *Il "gioco dell'OPA" all'AIM*, cit., 821.

⁷⁷ Gli statuti degli emittenti AIM prevedono l'obbligo dei soci di informare la società circa il superamento delle soglie rilevanti, come indicate dal Regolamento AIM. In alcuni degli statuti, le disposizioni in materia di superamento delle soglie formano parte di un'unica clausola statutaria in cui si disciplina sia la comunicazione del presupposto dell'OPA (superamento della soglia) sia l'obbligo d'OPA (secondo il testo *standard* imposto dal Regolamento AIM).

⁷⁸ Si veda, di nuovo, A. TRISCORNIA, *Il "gioco dell'OPA" sull'AIM*, cit., 823, il quale osserva che "Naturalmente, rispetto alla disciplina legale, qui mancano sia l'apparato sanzionatorio della mancata comunicazione (se non per la sospensione, disposta statutariamente, del diritto di voto) sia, soprattutto, i penetranti poteri di vigilanza della Consob che assicurano "piena effettività" ai meccanismi di legge". L'A. osserva anche che nell'AIM appare quantomeno problematica l'applicabilità delle ipotesi di OPA da concerto, mancando, tra l'altro, un regime obbligatorio *ex lege* di pubblicità dei patti parasociali, salvo che l'emittente non rientri tra quelli emittenti titoli diffusi (cfr. art. 2341-bis c.c.).

Questioni di rilievo sono altresì legate al ruolo del *Panel* (di ovvia matrice inglese), che - nel contesto dell'AIM - è chiamato ad adottare, agendo ai sensi e per gli effetti dell'art. 1349 c.c., "ogni determinazione opportuna o necessaria per il corretto svolgimento dell'offerta (ivi comprese quelle eventualmente afferenti la determinazione del prezzo di offerta", restando inteso che "le determinazioni del Panel avranno efficacia vincolante per la Società e gli azionisti, e saranno soggette a piena pubblicità attraverso la pubblicazione sul sito di Borsa Italiana"⁷⁹.

2.4.4.2. *Gold plating* statutario e vincoli autoimposti sull'AIM.

Da un esame condotto alla data del 29 febbraio 2020 sugli statuti di tutte le 130 società le cui azioni sono negoziate sul mercato AIM Italia⁸⁰ (successivamente aggiornato alla data del 28 marzo 2021) risulta una chiara tendenza degli emittenti ad estendere il richiamo alla disciplina

⁷⁹ Si evidenzia che il potere di assumere determinazioni vincolanti, anche ai sensi dell'art. 1349 c.c., da parte del Panel costituisce una significativa novità introdotta nell'estate 2020 da Borsa Italiana. Per un dettagliato raffronto tra poteri e compiti della Consob, con riguardo all'OPA di fonte legislativa, e del *Panel* con riferimento all'OPA endosocietaria applicabile agli emittenti AIM, pur con riferimento alla previgente disciplina contenuta nel Regolamento AIM, cfr. A. TRISCORNIA, *Il "gioco dell'OPA" sull'AIM*, cit., 824 ss.; F. FORNASARI, *L'o.p.a. obbligatoria per le società ammesse all'AIM Italia*, cit., par. 7. La composizione e le modalità di nomina del Panel sono stabilite direttamente nel Regolamento Emittenti AIM, ove si legge: "Borsa Italiana nomina un collegio di probiviri composto da tre membri denominato Panel. I componenti sono scelti tra persone indipendenti e di comprovata competenza in materia di mercati finanziari. La durata dell'incarico è di tre anni ed è rinnovabile. Qualora uno dei membri cessi l'incarico prima della scadenza, Borsa Italiana provvede alla nomina di un sostituto; tale nomina ha durata fino alla scadenza del Collegio in carica. Borsa Italiana provvede altresì a nominare il Presidente tra i tre membri designati. Tra le funzioni del Panel vi è quella di assumere determinazioni, preventive o successive, in relazione alle offerte pubbliche obbligatorie ai sensi del presente art. 6-bis". Il Regolamento precisa altresì che il Panel assume "le proprie determinazioni senza formalità di procedura, nel rispetto del principio del contraddittorio, sentiti l'offerente, Borsa Italiana, così come gli azionisti e qualsiasi altro soggetto titolare di un concreto e diretto interesse sul quale la determinazione da assumere possa impattare, e che intenda essere sentito".

⁸⁰ I cui esiti sono stati pubblicati in F. ANNUNZIATA, *AIM Italia a disciplina degli emittenti, 10 anni dopo*, in *Riv. soc.*, 2020, 242 ss.

dell'OPA oltre quanto imposto dal Regolamento AIM⁸¹. Le integrazioni rispetto alla clausola *standard*, che prevede il solo richiamo agli artt. 106 e 109 TUF, riguardano soprattutto le fattispecie dell'obbligo e del diritto acquisto, di cui agli artt. 108 e 111 TUF, mentre meno frequente risulta l'inserimento in statuto del rinvio alla disciplina di cui all'art. 107 TUF (offerta di acquisto parziale)⁸². Si registrano, invece, tre soli casi di recepimento della regola di neutralizzazione, di cui all'art. 104-*bis*, comma 3, TUF⁸³.

Quanto all'art. 108 TUF, è altresì frequente la predeterminazione statutaria dei criteri di quantificazione del corrispettivo, oltre che l'individuazione dell'organo deputato a procedere a tale valutazione, là dove la Consob non vi provvedesse. Sul punto, la scelta va nel senso di rimettere la determinazione del prezzo alla competenza del consiglio di amministrazione, con il limite del rispetto dei criteri previsti dagli articoli 2437-*bis* ss. c.c.⁸⁴, ovvero dei medesimi criteri vigenti per gli emittenti

⁸¹ Per quanto riguarda la tematica del *delisting* degli emittenti AIM, e delle relative forme di tutela riconosciute agli investitori - tenuto conto del fatto che il Regolamento AIM conosce, in effetti, una specifica disposizione a riguardo -, nonché per un'analisi della vicenda che ha interessato la società SMRE in tale ambito, sia consentito rinviare a F. ANNUNZIATA, *AIM Italia a disciplina degli emittenti, 10 anni dopo*, cit., 258 ss.

⁸² L'art. 107 pone, peraltro, il problema della sua concreta applicabilità agli emittenti AIM: il primo comma della norma, alla lettera c), prevede infatti che l'offerta possa essere promossa solo ove la Consob accordi la relativa esenzione dopo aver verificato la sussistenza delle due condizioni cui la legge ne subordina la promozione. Ci si è dunque domandati se, a riguardo, possa immaginarsi una analoga funzione in capo al Panel, giacché il Regolamento AIM non gli affida questo compito (v., in particolare, A. TRISCORNIA, *Il "gioco dell'OPA" sull'AIM*, cit., nota 62).

⁸³ Si tratta, in particolare, degli statuti delle società 4AIM Sicaf, Masi Agricola e SEIF.

⁸⁴ Si veda, ad esempio, l'art. 10.2. dello statuto di Sirio, in base alla quale: "nelle ipotesi in cui si verificassero i presupposti di cui agli articoli 108 (comma 4) e 111 TUF, qualora la CONSOB non provvedesse alla determinazione del prezzo per l'esercizio del diritto di acquisto e/o di vendita ivi previsto, detto prezzo sarà determinato a cura del consiglio di amministrazione alla stregua dei criteri previsti dagli articoli 2437-*bis* e seguenti del Codice Civile".

quotati, salvo il ricorso ad una società di revisione nominata dal Presidente di Assirevi, in luogo della Consob⁸⁵.

Come accennato, frequente è anche il richiamo all'art. 111 TUF, spesso accompagnato alla scelta di ridurre la soglia funzionale all'esercizio del diritto di acquisto dal 95 al 90%.

Secondo alcuni, questa tendenza ad ampliare la portata degli statuti è criticabile; si osserva, infatti, che, se da un lato pare ammissibile un meccanismo di *squeeze-out* endosocietario⁸⁶, dall'altro la modalità del richiamo pone il problema di valutare il rispetto della disciplina imperativa, desumibile dagli articoli 2437-*sexies* e 2437-*quater* c.c., della garanzia di equa valorizzazione nei casi di *exit* forzata di un socio⁸⁷. Il problema, a dire il vero, tradisce con evidenza la difficoltà di dotare gli MTF di assetti ritenuti in qualche modo equipollenti a quelli dei mercati regolamentati, in un quadro normativo che, sotto questo profilo, risulta incompleto. L'alternativa è, d'altronde, quello di allargare eccessivamente il *gap* tra MTF e mercati regolamentati.

⁸⁵ Istruttiva in tal senso appare la formulazione dell'art. 13 della società SEIF, ove si stabilisce che: "il corrispettivo, anche ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2437-ter, cod. civ., è pari a quello dell'offerta pubblica precedente. Il prezzo per l'esercizio dell'obbligo e del diritto di acquisto di cui agli articoli 108 e 111 del TUF, sarà pari al maggiore tra (i) il prezzo determinato, secondo i criteri di cui alla Delibera Consob 11971 del 14 maggio 1999, da una società di revisione nominata dal Presidente di Assirevi entro 10 giorni dalla richiesta trasmessa dal Presidente del Consiglio di Amministrazione e calcolato tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni; (ii) il prezzo più elevato previsto per l'acquisto di strumenti finanziari della medesima categoria nel corso dei 12 mesi precedenti il sorgere del diritto o dell'obbligo di acquisto da parte del soggetto a ciò tenuto, nonché da soggetti operanti di concerto con lui, per quanto noto al consiglio di amministrazione". Il mancato intervento della Consob nel processo dell'OPA obbligatoria non è profilo secondario: basti, in proposito, considerare che è stata sostenuta in dottrina l'invalidità di una clausola statutaria che si limiti a rendere applicabili gli articoli del TUF relativi all'OPA obbligatoria, mediante mero richiamo, proprio a causa dell'impossibilità dell'intervento della Consob (così G. D'ATTORRE, *Opa obbligatoria statutaria e sospensione del diritto di voto*, cit., 683).

⁸⁶ Cfr. A. LUCIANO, M. LACCHINI, *Lo squeeze out statutario: una prospettiva di fattibilità*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 904 ss., e le obiezioni (non più recentissime) sollevate al riguardo da V. SALAFIA, *Squeeze out statutario*, in *Società*, 2007, 1450.

⁸⁷ Si veda sul punto A. TRISCORNIA, *Il "gioco dell'OPA" sull'AIM*, cit., 833.

Attorno agli emittenti AIM si agitano ulteriori questioni di *governance* che investono pressoché tutti i profili che, tipicamente, si fanno rientrare in tale ambito, come si è accennato: a tacer d'altro, composizione dei Cda, meccanismi di nomina, struttura proprietaria, tematiche legate alla sostenibilità, al ruolo dell'impresa. Anche in questo campo, la sussistenza di regimi legali differenziati, tra società quotate e società i cui titoli sono negoziati negli MTF, pone la questione di comporre gli interessi degli emittenti, da un lato, con quelli del mercato e degli investitori e, nuovamente, lo statuto si rivela essere uno strumento di ausilio; potrebbe anche esserlo la *self-regulation*, là dove si immaginassero codici di autodisciplina *ad hoc* per tali emittenti, anche se, su questo profilo, le riflessioni sono ancora in fase preliminare.

2.4.4.3. In particolare: la *governance* delle società AIM.

Sempre secondo le risultanze di un'analisi svolta da Consob e IR Top Consulting - con dati riferiti alla fine del 2017 - sia le Small Cap dell'MTA, sia le società AIM Italia, hanno assetti proprietari fortemente concentrati: tuttavia, le società AIM Italia sono più frequentemente controllate da un azionista con una partecipazione superiore al 50%. La percentuale di società nelle quali gli investitori istituzionali detengono partecipazioni rilevanti oscilla tra il 21% per gli emittenti MTA (in particolare, 26 investitori sono presenti in 22 STAR, e 15 investitori sono presenti in 12 Small Cap) e il 25% per l'AIM (dove 31 investitori istituzionali rilevanti detengono partecipazioni in 26 società). Gli investitori sono in prevalenza *asset managers*, soprattutto stranieri nelle società dell'MTA, e italiani nelle società AIM.

A fronte delle somiglianze rilevate negli assetti proprietari, vi sono invece maggiori divergenze tra Small Cap quotate nei segmenti MTA, ed emittenti AIM, con riguardo alla composizione dei consigli di amministrazione. In particolare, i componenti degli organi gestori delle società Small Cap con azioni quotate sul MTA sono mediamente di più di

quelli degli emittenti AIM: in media 8,7⁸⁸ membri *versus* i 6 delle società AIM⁸⁹, presentando - con dati riferiti alla fine del 2017 - una maggiore incidenza di amministratori indipendenti (45% *versus* 26%) e mostrando una presenza femminile più elevata (36% *versus* 22%).

A metà 2020, l'83% delle società AIM aveva inserito in statuto in via volontaria il meccanismo del voto di lista per la nomina dell'organo amministrativo (68% delle società per la nomina del collegio sindacale), obbligatorio solo per le società dell'MTA, e non espressamente richiesto dal Regolamento AIM (con un trend in crescita: 74% nel 2019, 66% nel 2018)⁹⁰. In particolare, risulta che il 31% delle società AIM prevede che la lista possa essere presentata da azionisti che, singolarmente o congiuntamente, detengano una quota pari almeno al 5% del capitale sociale (22% delle società per la nomina del collegio sindacale), mentre il 38% delle società richiede una quota pari ad almeno il 10% del capitale sociale (32% delle società per la nomina del collegio sindacale). Il dato è interessante in quanto, come noto, il voto di lista è obbligatoriamente previsto soltanto per le società quotate nei mercati regolamentati; inoltre, il Regolamento emittenti AIM non formula specifiche previsioni a riguardo, salvo il generico richiamo a che l'emittente abbia una *governance* "adeguata" di cui all'art. 6-bis).

⁸⁸ ASSONIME, EMITTENTI TITOLI, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2020)*, Note e Studi 3/2021, 27, in www.assonime.it.

⁸⁹ Il dato, riferito al 2020, è stato elaborato da IR Top Consulting e dall'Osservatorio AIM Italia, i quali hanno precisato anche che l'organo amministrativo "nel 58% dei casi è composto da 4 a 6 consiglieri, nel 37% dei casi il CDA è composto da un numero pari o superiore a 7 membri. Infine, il 5% dei CDA è composto da 3 consiglieri".

⁹⁰ Dati elaborati da IR Top Consulting e dall'Osservatorio AIM Italia.

Quanto all'equilibrio fra generi, si tratta di un principio espressamente accolto in pochissimi casi⁹¹ per quanto la numerosità degli amministratori del genere meno rappresentato sia in crescita⁹².

3. Politiche di *engagement*, investitori istituzionali, e finanza "sostenibile".

In quanto possibili *target* di investimento da parte di operatori professionali, le imprese che accedono al mercato dei capitali possono subire ulteriori condizionamenti, sotto diversi profili, derivanti dal ricorso, soprattutto ad opera di gestori professionali del risparmio, delle cc.dd. politiche di *engagement*. Sebbene già ampiamente diffuse in precedenza, in particolare per effetto della elaborazione e diffusione di codici di autodisciplina e di *stewardship*, tali "politiche" – in quanto definiscono criteri di allocazione, gestione, e amministrazione del portafoglio da parte del gestore professionale – fanno il loro ingresso nel panorama legislativo dell'Unione con la Direttiva SHD2. Quest'ultima, infatti, richiede ad un ampio ventaglio di soggetti di dotarsi di *policy* che descrivano come vengono integrati, nelle rispettive politiche di investimento, i tre tipici fattori che compongono l'universo, sempre più frastagliato, della c.d. *sustainable finance* (ESG – *environmental, social, governance*). Il regime declinato dalla Direttiva non è di natura imperativa, giacché i destinatari della norma possono liberamente decidere di non adottare, in tutto o in parte, i criteri indicati, fornendone motivazione: il tipico meccanismo, insomma, *comply or explain*, che connota da tempo i

⁹¹ Si segnala, in particolare, lo statuto di SEIP, che all'art. 23 dispone che: "La composizione del consiglio di amministrazione deve assicurare l'equilibrio tra i generi al fine di garantire che il genere meno rappresentato ottenga almeno un terzo degli amministratori eletti". Una previsione del medesimo tenore si rinviene anche all'art. 9 dello statuto di Netinsurance.

⁹² Come segnalato da IR Top Consulting e dall'Osservatorio AIM Italia, gli emittenti in cui almeno un amministratore è donna sono pari al "61% del mercato (56% nel 2018) e mostrano una rappresentanza femminile pari al 24,4% (14,8% in tutte le società AIM, in crescita rispetto al 13,6% del 2018). Nel 39% dei CDA non sono presenti donne; nel 21% dei casi la quota è inferiore a 1/5; nel 23% dei casi la quota è pari o superiore a 1/5; e nel 17% dei casi le donne rappresentano almeno 1/3 dei membri".

codici di condotta e di *corporate governance*. Non è questa, ovviamente, la sede per operare una ricognizione compiuta di questa disciplina, che, peraltro, si presenta in vero molto complessa, anche per i suoi addentellati con discipline fortemente tecnicistiche come quella recata, da un lato, dal Regolamento (UE) 2019/2088 del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, e, dall'altro, dal c.d. regolamento sulla tassonomia, di prossima entrata in vigore (Regolamento (UE) 2020/852 del 18 giugno 2020).

Ai fini di chi scrive sono sufficienti due notazioni. La prima, riguarda l'ambito di applicazione oggettivo di questa disciplina: essa, stante quanto previsto dalla SHD2, e dalla relativa normativa nazionale di recepimento (artt. 124-*quater* ss. TUF)⁹³, trova applicazione con riguardo agli investimenti che i gestori effettuano nel capitale di società con azioni quotate nei mercati regolamentati. La seconda, riguarda la valutazione circa l'effettiva portata dispositiva della disciplina stessa.

Sotto il primo profilo, per ragioni storiche che non è opportuno, per evidenti limiti di lunghezza, richiamare in questa sede, la Direttiva riguarda, effettivamente, un segmento ristretto, anche se quantitativamente rilevante, di emittenti. Essa si colloca, pertanto, nel filone per così dire più classico della disciplina europea, connotata dalla previsione di regole rivolte agli emittenti quotati, pur assumendo un'impostazione originale, connotata dal ricorso all'opzionalità. L'adesione ai principi della Direttiva, e la conseguente formulazione e adozione di politiche di impegno volte a perseguire gli obiettivi declinati

⁹³ Si veda, in particolare, l'art. 124-*quinquies*, comma 1, TUF secondo il quale "gli investitori istituzionali e i gestori di attivi adottano e comunicano al pubblico una politica di impegno che descriva le modalità con cui integrano l'impegno in qualità di azionisti nella loro strategia di investimento. La politica descrive le modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario, dialogano con le società partecipate, esercitano i diritti di voto e altri diritti connessi alle azioni, collaborano con altri azionisti, comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate e gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno".

dalla Direttiva stessa sono, infatti, connotati dal meccanismo *comply or explain*.

Ciò detto, la disciplina introdotta dalla SHD2, se posta a confronto con lo sviluppo delle nuove *trading venues*, mostra evidenti carenze. Il numero di emittenti che si rivolgono a circuiti alternativi ai mercati regolamentati è, in molti Stati dell'Unione, in crescita, con una progressione significativa, e di segno opposto ai diffusi fenomeni di *delisting* che si registrano con riguardo ai mercati regolamentati⁹⁴. Il numero di emittenti che si trasferiscono da MTF a mercati regolamentati, pur essendo di interesse (in particolari ai fini delle considerazioni qui svolte), non muta tale constatazione. Questa impostazione, oltre a segnare un'evidente carenza della Direttiva, non deve però, ad avviso di chi scrive, trarre in inganno. In vero, l'ampio e articolato dibattito sui temi della c.d. finanza sostenibile, di cui le politiche di *engagement* costituiscono soltanto un tassello, è inevitabilmente destinato ad influire anche sugli emittenti che accedono alle *trading venues* alternative e ciò quantomeno per due ragioni. Da un lato, il contesto culturale, sociale, economico e politico che circonda questo dibattito, non può non estendersi al mondo delle imprese in generale; dall'altro lato, posto che le politiche di *engagement* degli investitori professionali riguardano, per l'appunto, le loro politiche di gestione e di investimento, è altamente probabile che le stesse vengano estese, anche se con le opportune distinzioni, all'intero universo delle possibili imprese *target*, indipendentemente dal fatto che esse siano quotate su un mercato regolamentato, o su un'altra tipologia di *trading venue*. Una impostazione che vada in senso contrario apparirebbe, in effetti, illogica, e comprometterebbe uno degli obiettivi fondamentali della relativa disciplina, che consiste nel proporre al mercato prodotti finanziari "green", che possano incontrare i bisogni di un pubblico sempre più attento ai profili di sostenibilità dei prodotti stessi.

Quanto alla natura apparentemente dispositiva della disciplina di cui si discute, va osservato che, anche in questo ambito, il meccanismo *comply or*

⁹⁴ V. A. OLIVIERI, *Tra opa e delisting, è fuggi fuggi da Piazza Affari*, Il Sole 24 Ore, 10 marzo 2021.

explain sembra destinato a spingere gli operatori più ad accettare, che non a rifuggire, certi *standard*, con la conseguenza che il tasso di adesione ai principi della sostenibilità, da declinare nelle relative politiche (da rendersi, peraltro, pubbliche ad opera del gestore) sarà, verosimilmente, molto elevato, se non quasi plebiscitario (inclusi, in quest'ultimo ambito, i casi di adesione più formale che non sostanziale, ossia di c.d. "*green washing*" che soltanto il tempo potrà eventualmente risolvere. In questo senso, i profili testé evocati sono agevolmente inquadrabili nel più ampio e articolato dibattito sulla sostenibilità dell'impresa e sui suoi scopi e obiettivi, sul quale già esiste un panorama vastissimo di contributi e riflessioni, sia di tipo accademico, sia di taglio pratico, nel contesto di un acceso dibattito internazionale. Là dove poi, addirittura, si aderisca alle suggestioni avanzate da chi ritiene che - anche indipendentemente dalla legislazione speciale - i temi della sostenibilità possano già essere inclusi *oggi stesso* nel perimetro allargato della nozione dell'interesse sociale, e dello scopo dell'impresa sociale⁹⁵, quanto sopra rilevato assume ulteriore pregnanza e significativo rilievo.

Il combinato operare di questi fattori rende, pertanto, sostanzialmente inevitabile che anche le PMI, o comunque gli emittenti che, a stretto rigore, non rientrerebbero nell'ambito di applicazione oggettivo della SHD2, risulteranno in realtà sottoposti ad effetti non dissimili (pur in un contesto di proporzionalità) a quelli che si registrano in capo agli emittenti quotati, tra i quali, segnatamente: un crescente monitoraggio da parte degli investitori sui temi della sostenibilità, declinati nelle tre componenti ESG, con evidenti ricadute anche sui profili della trasparenza, della *governance* e, più in generale, sullo svolgimento dell'attività di impresa. Un'attività che, dunque, anche per una PMI che si apre al mercato dei capitali dovrà vieppiù qualificarsi come "*green*" e "sostenibile".

⁹⁵ U. TOMBARI, *Dalla Corporate Social Responsibility (CSR) alla Environmental, Social Governance (ESG)*, intervento tenuto in occasione del XXXIV Convegno di studio sui problemi attuali di diritto e procedura civile della Fondazione Centro nazionale di prevenzione e difesa sociale, "*La nuova società quotata - Tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*", 9 aprile 2021, i cui atti sono di prossima pubblicazione.

Sarà anche utile verificare, ai fini appena indicati, l'applicazione su base volontaria da parte delle società con azioni ammesse alla negoziazione su MTF, di crescita o meno, delle nuove regole di *disclosure* recentemente proposte nell'ambito del Sustainable Finance Package (presentato dalla Commissione europea il 21 aprile 2021)⁹⁶, non destinate agli emittenti MTF (salvo si tratti di imprese di grandi dimensioni⁹⁷), le quali siano però interessate a qualificarsi agli occhi del mercato e degli investitori come "green" e "sostenibili"⁹⁸. Ovvero anche la possibile estensione di detti

⁹⁶ Per quanto di maggior interesse, la Commissione europea ha proposto di ampliare la portata dell'informativa di carattere non finanziario al momento disciplinata dalla Direttiva 2013/34/UE (come modificata dalla Direttiva 2014/95/UE sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità): (i) sia da un punto di vista oggettivo, sostituendo l'attuale "dichiarazione di carattere non finanziario" con un ben più ampio e articolato "sustainability report"; (ii) sia da un punto di vista soggettivo, espandendo il campo di applicazione dalle "imprese di grandi dimensioni che sono enti di interesse pubblico [ossia società con azioni quotate su mercati regolamentati, enti creditizi, imprese di assicurazione] e che superano, alla data di chiusura del bilancio, il criterio del numero medio di 500 dipendenti durante l'esercizio", alle (a) imprese di grandi dimensioni (quotate o meno), eliminando il criterio dei 500 dipendenti, (b) PMI, come definite nella Direttiva 2013/34/UE, con azioni quotate su mercati regolamentati. La Commissione prevede che il nuovo campo di applicazione si riferirà a circa 49.000 società europee, dalle attuali 11.700. A questo proposito si segnala che, pur con riferimento al quadro normativo attualmente vigente, gli operatori italiani partecipanti a una recente *call for evidence* condotta dalla Consob hanno manifestato il proprio generale favore in merito al possibile ampliamento del campo di applicazione soggettivo degli obblighi di informativa non finanziaria, così "da non escluder[e le PMI] dalle dinamiche di transizione legata ai fattori ESG", in questo senso CONSOB, Report *di sintesi sugli esiti della call for evidence sul regime volontario della DNF*, 11 maggio 2021, 12, in www.consob.it.

⁹⁷ Potrebbe infatti accadere che una società con azioni negoziate su un MTF rientri nel campo di applicazione dei nuovi obblighi informativi non tanto per la propria natura "aperta" (facendo la Direttiva riferimento solo ai mercati regolamentati), bensì per la propria dimensione. Questa possibilità deriva da un disallineamento fra le definizioni di PMI (e, per differenza, di imprese di grandi dimensioni) contenute nei diversi atti legislativi europei, non essendovi uniformità fra le definizioni contenute nella Direttiva 2013/34/UE, nel Regolamento Prospetto e nella MiFID II.

⁹⁸ A questo riguardo è interessante riportare gli esiti della citata *call for evidence* (*supra*, nt. 96), dalla quale è emersa una scarsa adesione al regime volontario di redazione della dichiarazione non finanziaria ai sensi della ricordata Direttiva 2013/34/UE (come modificata dalla Direttiva 2014/95/UE), come attualmente vigente. In particolare, l'Autorità ha riferito che detta evenienza è "dovuta principalmente alla difficoltà nel

obblighi di *disclosure* da parte delle società di gestione degli MTF, per rafforzare l'attrattività del mercato nella sua generalità ed evitare una possibile fuga verso mercati più virtuosi da un punto di vista di responsabilità ESG, per necessità legale (i mercati regolamentati) oppure *opt-in* volontario (altri MTF, di crescita o meno, che effettuino l'estensione di cui si è detto).

È lungi dalle intenzioni di chi scrive pronunciarsi sulla solidità di questo processo, e anche solo affacciarsi alle soglie di un dibattito vivacissimo⁹⁹. Sia però consentito osservare che questo ricco e per molti versi sfuggente fenomeno costituisce un ulteriore, e significativo, elemento destinato ad incidere sulla libertà dell'impresa che al mercato dei capitali intende rivolgersi, ivi compresa l'impresa non grande, ossia la PMI¹⁰⁰. Tra i fattori da considerare, vi sarà, dunque, la maggior o minor pressione derivante dal monitoraggio degli investitori sull'agire dell'impresa, ancora una volta a geometria variabile in funzione delle modalità di "apertura" dell'impresa stessa all'universo cangiante delle *trading venues*.

reperire informazioni ai fini della compilazione della DNF (35% [dei partecipanti alla call for evidence]) e agli eccessivi costi legati alla predisposizione della DNF (25%), in seconda battuta alla presenza di sanzioni amministrative in caso di violazione della disciplina delle DNF (20%) e all'*assurance* prevista per la verifica di conformità (15%) e solo infine alla previsione della vigilanza Consob (5%)", così CONSOB, *Report di sintesi sugli esiti della call for evidence sul regime volontario della DNF*, cit., 10.

⁹⁹ Fra i molti contributi sull'argomento si vedano D. BUSCH, G. FERRARINI, S. GRÜNEWALD, *Sustainable finance in Europe*, Palgrave Macmillan, di prossima pubblicazione; D. BUSCH, *The future of EU financial law*, cit., 10 ss.; D. BUSCH, G. FERRARINI, A. VAN DEN HURK, *The European Commission Sustainable Finance Action Plan and other international initiatives*, EUSFiL Working Paper N. 3-2020; D. BUSCH, *Sustainability disclosure in the EU financial sector*, EBI Working Paper 70/2021; C. GORTSOS, *The Taxonomy Regulation: more important than Just as an element of the Capital Markets Union*, EBI Working Paper 80/2020; E. LOEW, G. ERICHSEN, B. LIANG, M.L. POSTULKA, *Corporate Social Responsibility (CSR) and Environmental Social Governance (ESG) – Disclosure of European banks*, EBI Working Paper 83/2021.

¹⁰⁰ Si veda in merito quanto rilevato da CONSOB, *Report di sintesi sugli esiti della call for evidence sul regime volontario della DNF*, cit., 13, ove si porta l'attenzione all'esistenza di "un rischio non trascurabile che la necessità/opportunità di pubblicare informazioni non finanziarie [da parte delle PMI] si traduca in un'ulteriore barriera per l'entrata nei mercati finanziari per tali soggetti, che già presentano difficoltà legate anche in questo caso alla necessità di approntare sistemi organizzativi e processi di *governance* adeguati".

4. Alla ricerca di un punto di equilibrio tra autonomia, accesso al mercato, e vincoli alla libertà d'impresa.

L'accesso al mercato dei capitali e, specificatamente, alle *trading venues* alternative rispetto ai mercati regolamentati comporta la sottoposizione dell'emittente a molteplici condizionamenti, di volta in volta diversi in funzione del mercato di destinazione, e delle regole alle quali quest'ultimo è sottoposto. La liberalizzazione e l'apertura alla concorrenza delle *trading venues* nell'Unione ha significativamente mutato il quadro di riferimento: rispetto alla maggior omogeneità dei regimi applicabili agli emittenti quotati, per gli MTF il quadro è molto più ricco, evenienza vista con favore dagli operatori di mercato e dagli altri *stakeholders* interessati, in quanto utile strumento di adattamento alle differenti situazioni che si possono riscontrare nelle diverse giurisdizioni che compongono il mercato unico europeo¹⁰¹. Il mix di fattori che entrano in gioco è, in questo caso, molto articolato e, come si è visto, non è possibile, se non entro limiti molto ristretti, stabilire corrispondenze biunivoche, o trarre conseguenze, per così dire, in via generali. Risulta, pertanto, necessario procedere, di volta in volta, ad un esame del caso concreto, per stabilire gradi, natura, e livelli di intensità al condizionamento della libertà d'impresa che ne derivano.

4.1. Dalla *race to the bottom*, alla ricerca di modelli ipervirtuosi.

Posto che, comunque, non è possibile individuare (come, invece, può essere più agevole fare per gli emittenti quotati) un *benchmark* di riferimento preciso per le PMI che accedono alle piattaforme di *trading*, la disamina svolta consente di individuare due punti per così dire estremi,

¹⁰¹ Al punto da spingere detti soggetti a manifestare espressamente la propria contrarietà a una possibile armonizzazione dei requisiti di ammissione alle negoziazioni sugli MTF di crescita, pur volendo “*support ESMA establishing maximum admission requirements (to avoid overregulation limiting the access to funding by SMEs), which could be tailored by market operators depending on the specifics of each market*”, così ESMA, *MiFID II review report on the functioning of the regime for SME Growth Markets*, cit., 18.

all'interno dei quali si collocano, poi, le singole situazioni di volta in volta riscontrabili.

Ad un estremo, per così dire inferiore, si collocano situazioni nelle quali la concorrenza tra i sistemi di negoziazione conduce ad una sorta di "*race to the bottom*" che vede, di fatto, la mancata applicazione di regole particolari applicabili agli emittenti che si quotano sul mercato, e che siano analoghe, o anche solo reminiscenti, di quelle del "sistema" degli emittenti quotati. L'esempio più significativo di questa impostazione è dato dal mercato MTF di Bucarest che, tuttavia, corregge in parte il suo approccio ultra-liberale adottando un All'estremo opposto si collocano, invece, i mercati che, come AIM e Euronext Growth di Parigi, estendono agli emittenti che ivi si quotano regole proprie degli emittenti quotati, e secondo due approcci diversi: l'estensione può essere, infatti, del tutto volontaria (AIM), oppure derivare da una scelta del legislatore (Parigi). Queste soluzioni non sono, peraltro, necessariamente legate allo *status* di MTF di crescita che pure si accompagna con requisiti rafforzati in capo ai mercati stessi, quali declinati da MiFID II, in quanto questi ultimi non si spingono sino a imporre soluzioni di questo tipo in capo ai mercati. Posto, tuttavia, che sia AIM, sia Euronext Growth, sono MTF di crescita, e sono mercati di rilievo nel panorama degli MTF stabiliti nell'Unione, se ne può forse ricavare un'indicazione tendenziale.

Sulla base di partenza, rappresentata dai regolamenti dei mercati, o dai requisiti legislativamente imposti, si inseriscono poi, con soluzioni ad hoc, le scelte statutarie, volte a prevedere requisiti aggiuntivi. Se, dunque, nel caso dei regolamenti dei mercati, sono i relativi gestori a ricercare assetti che incontrino gli interessi degli investitori, rendendo così più appetibili i titoli degli emittenti che scelgono una data piattaforma, nel caso degli statuti sono i singoli emittenti a muoversi in quella direzione, con - in entrambi i casi - esiti che andranno adeguatamente misurati alla luce di evidenze statistiche (allo stato, a quanto consta, non disponibili).

Il doppio, eventuale, *gold plating* rispetto ai regimi legali (regolamento dei mercati - statuti) produce risultati che, in concreto, possono molto avvicinare il regime applicabile alla PMI che si apre alle piattaforme di *trading* a quello degli emittenti quotati e, in alcuni casi, potrebbe persino

renderlo più rigoroso, producendo così un curioso effetto “a cannocchiale rovesciato”.

5. Conclusioni e una proposta.

Il fenomeno che sta progressivamente conducendo all’elaborazione di un regime particolare di regole del mercato dei capitali per le PMI è, ormai evidente. Esso assume forme e caratteristiche diverse, che toccano pressoché tutti gli ambiti che maggiormente rilevano in tale contesto, ivi compresi, la gestione collettiva del risparmio, il *crowdfunding*, il prospetto informativo¹⁰², gli abusi di mercato, ecc. Questa specialità del diritto del mercato dei capitali genera, tuttavia, soluzioni modulabili, che compongono un quadro frammentato. Nell’accedere al mercato dei capitali e, in particolare, alle *trading venues*, gli emittenti si confrontano con un ventaglio di alternative che riflette, da un lato, la diversificazione delle piattaforme di negoziazione, nell’ambito dell’Unione, e la forte concorrenza che ne deriva. I gestori dei mercati elaborano, in continuazione, nuove soluzioni che ne rafforzino l’attrattività per le imprese (e, per gli investitori); le imprese elaborano e ricercano soluzioni

¹⁰² Di recente, il Regolamento (UE) 2021/337 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 febbraio 2021 che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 per quanto riguarda il prospetto UE della ripresa e adeguamenti mirati per gli intermediari finanziari, nonché la direttiva 2004/109/CE per quanto riguarda l’uso del formato elettronico unico di comunicazione per le relazioni finanziarie annuali, per sostenere la ripresa dalla crisi COVID-19 (uno dei tasselli del pacchetto legislativo noto come “Recovery Package”) ha introdotto il cd. “prospetto UE della ripresa” (“*EU Recovery prospectus*”), ossia una versione ridotta del prospetto “ordinario”, ferme le invariate esigenze di tutela per gli investitori. L’adozione del “prospetto UE della ripresa” ha come obiettivo la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle imprese ed è destinato, in particolare: (a) agli emittenti le cui azioni siano ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato continuativamente da almeno 18 mesi e che emettano azioni fungibili con azioni esistenti emesse in precedenza; (b) agli emittenti le cui azioni siano già negoziate in un mercato di crescita per le PMI continuativamente da almeno 18 mesi, a condizione che sia stato pubblicato un prospetto per l’offerta di tali azioni e che emettano azioni fungibili con azioni esistenti emesse in precedenza; (c) agli offerenti di azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un mercato di crescita per le PMI senza soluzione di continuità per almeno gli ultimi 18 mesi (neo-introdotto art. 14-bis, par. 1).

sempre più personalizzate, nel tentativo di individuare un punto di equilibrio - necessariamente fluido - tra esigenze del mercato, esigenze degli investitori, ed esigenze proprie. Tutto questo ha un impatto decisivo sul successo dell'apertura al mercato da parte delle PMI, e sui costi della relativa raccolta, che ovviamente tendono ad aumentare al crescere del peso e della pervasività dei vari regimi. Il panorama è, anche, mobile nel tempo, come mostrano i fenomeni circolatori degli emittenti, e delle stesse piattaforme di negoziazione, che danno conto di una certa tendenza a spostarsi da un mercato ad un altro, o da un segmento ad un altro. Ciò che emerge dal contesto attuale è un fenomeno complesso, più simile alle rifrazioni di un caleidoscopio, con continue rifrazioni e cambiamenti, che ad un quadro netto e definito. L'apertura al mercato e alle *trading venues* da parte, in particolare, delle PMI, ne comporta l'assoggettamento a vincoli e limiti, derivanti dall'operare delle forze evocate nelle pagine che precedono, ma grandemente variabili, e difficilmente riconducibili ad uno schema unitario¹⁰³. Disposizioni legislative (di fonte mista, sia eurounitaria, sia di diritto interno), regole elaborate dai gestori delle piattaforme, codici di autodisciplina, aspettative degli investitori, *gold plating* statuari, effetti indiretti prodotti dall'operare delle nuove tematiche sulla c.d. sostenibilità d'impresa operano in contemporanea, con punti di equilibrio di volta in volta diversi, e, soprattutto, instabili. Raggiunto, infatti, un approdo, la società tende a migrare verso approdi

¹⁰³ Situazione "aggravata" dalle nuove misure di flessibilità introdotte dalla disciplina europea per il rilancio economico a seguito della diffusione del Covid-19, che, pur da accogliere con generale favore, non hanno certamente contribuito al consolidamento di chiari e precisi confini normativi. Si pensi, ad esempio, alle deroghe emergenziali in materia di requisiti di *product governance* (come definiti da MiFID II), introdotte alla Direttiva (UE) 2021/338 che modifica la direttiva 2014/65/UE per quanto riguarda gli obblighi di informazione, la *governance* del prodotto e i limiti di posizione, e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/878 per quanto riguarda la loro applicazione alle imprese di investimento, per sostenere la ripresa dalla crisi COVID-19 (un ulteriore elemento del "Recovery Package", menzionato *supra*, nt. 102). A titolo esemplificativo, una deroga pensata per le PMI fa riferimento a una soglia di capitalizzazione rilevante ai fini dell'applicazione della stessa di 1 miliardo di Euro, difforme dalle altre presenti nel panorama europeo. Sul punto anche ESMA, *MiFID II review report on the functioning of the regime for SME Growth Markets*, cit., 25.

diversi, alla ricerca di soluzioni migliori, o più adatte all'evoluzione del mercato, e delle proprie stesse strategie; anche i mercati circolano, e si adattano ad un gioco concorrenziale sempre più acceso. Ci troviamo, chiaramente, in un'epoca fluida, nella quale anche il rapporto tra società e mercato si modifica ed evolve in continuazione. Tuttavia, questa fluidità genera anche un quadro frammentato, impossibile da ricondurre ad un quadro unitario. Forse è questa l'effettiva volontà del legislatore europeo: anziché immaginare un quadro coerente, lasciare spazio alla concorrenza tra sistemi, secondo una prospettiva interamente liberista. Vi sono, tuttavia, molte ragioni per avanzare qualche dubbio circa l'efficacia di questo sistema, che, in vero, toccano anche profili che vanno ben oltre lo scopo delle presenti note.

In primo luogo, non esistono evidenze sufficienti per poter affermare che lo sviluppo di sistemi alternativi di *trading* abbia contribuito in maniera significativa allo sviluppo della crescita delle PMI in termini dimensionali. In secondo luogo, la segmentazione dei sistemi, e di regimi, frutto della storica suddivisione tra mercati regolamentati e *trading venues* alternative, merita oggi di essere attentamente rivisitata: i fenomeni "liquidi" che abbiamo avuto modo di descrivere pongono, evidentemente, in discussione quelle scelte di fondo, in quanto essi sovrappongono e confondono diversi livelli di disciplina, con scelte che, a seconda dei casi, dipendono o dall'intervento dei legislatori, o dei gestori delle piattaforme, o delle stesse società. In terzo luogo, le riflessioni sviluppate nelle presenti note meritano di essere inquadrare in un ambito fattuale che, fino a poco fa, non era così evidente: secondo quanto evidenziato nel rapporto ESMA sugli MTF di crescita, la grande maggioranza delle società quotate nelle *trading venues* europee è, infatti, rappresentata da PMI (almeno il 74%). Si tratterebbe, allora, di valutare se non siano mature le condizioni per un ribaltamento integrale di prospettiva: anziché, cioè, muovere da un regime di base, immaginato per le imprese di grandi dimensioni (i mercati regolamentati), a cui agganciare, per sottrazione, le regole (ampiamente diversificabili) per le PMI, si potrebbe prendere atto del mutato quadro fattuale, e rifondare la disciplina pensando di elaborare, in ambito europeo, un regime generale ritagliato proprio sulle PMI, sul quale poi

innestare, in via di specialità, un regime particolare applicabile ad un numero ormai più ristretto di società di grandi dimensioni. Operare per sottrazione¹⁰⁴ rischia di essere controproducente per due motivi: in primo luogo, implica un approccio casistico, e necessariamente frammentario; in secondo luogo, non tiene conto del mutato quadro di riferimento, nel quale la disciplina riferita alle PMI non riguarda più l'eccezione, ma semmai la regola. Si tratta, allora, di immaginare un nuovo modello di disciplina del mercato, da estendere non soltanto alle *trading venues*, ma anche ad altri segmenti della *capital markets regulation*, nel quadro di un progetto della Capital Markets Union che è sempre più orientato a favorire la nascita, la crescita e lo sviluppo di quello che, oggi, risulta essere il vero tessuto imprenditoriale dell'Unione.

¹⁰⁴ Questo sembra, nuovamente, il limite del pur pregevole Rapporto TEGS 2021, che contiene 12 Raccomandazioni tecniche, tutte all'insegna della "semplificazione" di regole altrimenti applicabili.