CONSOB

RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEGLI ESITI DELLA CONSULTAZIONE, DELLE CONSEGUENZE SULLA REGOLAMENTAZIONE, SULL'ATTIVITÀ DELLE IMPRESE E DEGLI OPERATORI E SUGLI INTERESSI DEGLI INVESTITORI E DEI RISPARMIATORI

Proposte di modifica del regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di disposizioni attuative della definizione di emittenti azioni quotate "PMI" e disciplina applicabile agli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante

31 ottobre 2018

I. MOTIVAZIONE E OBIETTIVI DEL PROVVEDIMENTO

L'articolo 20 (*Misure di semplificazione a favore della quotazione delle imprese e misure contabili*) del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91 (c.d. "*Decreto Competitività*"), convertito con modificazioni dalla legge 11 agosto 2014, n. 116, ha apportato rilevanti modifiche al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito "TUF"), nonché al diritto societario comune[1]. Tale articolo ha, tra l'altro, introdotto nel TUF una definizione di piccole e medie imprese emittenti azioni quotate [di seguito "PMI", cfr. articolo 1, comma 1, lett. *w-quater.1)*, del TUF][2], nonché una disciplina applicabile alle suddette imprese che prevede un regime normativo più flessibile (rispetto a quello che regola la generalità delle società quotate), volto a promuovere e incentivare l'accesso al mercato dei capitali di rischio.

A tali fini, il legislatore ha indicato due parametri dimensionali (e le relative soglie) utili alla individuazione delle imprese da inserire nella categoria delle PMI:
- la capitalizzazione media, che deve risultare inferiore a 500 euro/mln,
- il fatturato, che deve risultare inferiore a 300 euro/mln.

---

[1] Si rammenta che per effetto dell'intervento di riforma è venuto meno il divieto di emissione di azioni con diritto di voto plurimo, precedentemente sancito dall'articolo 2351 cod. civ., al contempo consentendo alle società quotate la possibilità di prevedere statutariamente la maggiorazione del diritto di voto o l'emissione di azioni a voto plurimo nei limiti previsti dagli articoli 127-*quinquies* e 127-*sexies* del TUF. Altre modifiche, diverse da quelle di seguito rappresentate nel testo, hanno avuto ad oggetto:
- l'introduzione della facoltà per le società chiuse di utilizzare gli IAS/IFRS ai fini della redazione del bilancio di esercizio (art. 4, co. 6, del Decreto legislativo 28 febbraio 2005, n. 38) senza necessità di un decreto attuativo da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze;
- i criteri di determinazione del valore delle azioni in caso di recesso (art. 2437-*ter*, cod. civ.);
- l'ammontare minimo del capitale sociale, ridotto da euro 120.000 a 50.000 (art. 2327 cod. civ.);
- la possibilità di prevedere, in via statutaria, che il diritto di voto sia limitato a una misura massima o disporne scaglionamenti (art. 2351, comma 3, cod. civ.);
- la riduzione da trenta a quindici giorni del termine per l'esercizio del diritto di opzione (art. 2441 cod. civ.).

[2] Art.1, comma 1, lettera *w-quater.1)*, del TUF: *"PMI": fermo quanto previsto da altre disposizioni di legge, le piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate il cui fatturato anche anteriormente all'ammissione alla negoziazione delle proprie azioni, sia inferiore a 300 milioni di euro, ovvero che abbiano una capitalizzazione media di mercato inferiore ai 500 milioni di euro. Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato entrambi i predetti limiti per tre anni consecutivi. La Consob stabilisce con regolamento le disposizioni attuative della presente lettera, incluse le modalità informative cui sono tenuti tali emittenti in relazione all'acquisto ovvero alla perdita della qualifica di PMI. La Consob sulla base delle informazioni fornite dagli emittenti pubblica l'elenco delle PMI tramite il proprio sito internet".*

Successivamente, con il decreto legislativo 15 febbraio 2016, n. 25 (di recepimento della Direttiva 2013/50/UE – *Transparency*), è stato attribuito alla Consob il potere di stabilire "*le disposizioni attuative*" della predetta definizione, con particolare riferimento agli elementi definitori del fatturato e della capitalizzazione, nonché alle modalità informative cui sono tenuti gli emittenti in relazione all'acquisto ovvero alla perdita della qualifica di PMI. La citata disposizione prevede, infine, la pubblicazione sul sito internet della Consob dell'elenco delle PMI.

La qualifica di PMI – applicabile dunque a tutte le società, anche a quelle già quotate all'entrata in vigore della citata norma – comporta rilevanti variazioni delle regole applicabili in materia di:

- assetti proprietari, con l'innalzamento della soglia minima al 5% del capitale per gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, detenute in titoli dell'emittente, e per le partecipazioni reciproche;
- offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie, in quanto gli emittenti PMI possono stabilire, con apposita clausola statutaria, una soglia OPA compresa tra il 25% e il 40%, nonché esercitare la facoltà di *opt-out* statutario dell'obbligo di OPA da consolidamento in regime di *grace period* (cinque anni dalla quotazione)[3].

Pertanto, la certezza della sussistenza dei presupposti indicati dalla definizione di PMI - nei termini sopra descritti - e la previsione di un regime di adeguata diffusione al pubblico degli stessi, assumono particolare rilevanza ai fini dell'applicazione degli obblighi di trasparenza e delle regole che presiedono al mercato del controllo societario.

Con il documento di consultazione pubblicato in data 24 novembre 2017, sono state sottoposte alla consultazione del mercato, sulla base della potestà attribuita dal TUF, le proposte regolamentari aventi ad oggetto le disposizioni attuative sulle seguenti materie:

1. *i criteri di calcolo della capitalizzazione e del fatturato;*

2. *gli adempimenti informativi cui sono tenuti gli emittenti in relazione all'acquisto ovvero alla perdita della qualifica di PMI;*

3. *le modalità di pubblicazione dell'elenco delle PMI.*

* * *

Con il medesimo documento sono state sottoposte alla consultazione del mercato alcune proposte di modifica delle disposizioni regolamentari che riguardano la disciplina applicabile nei confronti degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante.

[3] La legge di conversione del citato decreto-legge, inoltre, ha inserito, all'articolo 106 del TUF, il comma 1-*bis*, ai sensi del quale "*Nelle società diverse dalle PMI l'offerta di cui al comma 1 è promossa anche da chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del venticinque per cento in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata*".

Per tali soggetti, l'ordinamento prevede l'applicazione di un regime speciale in materia di *governance*, trasparenza delle informazioni nei confronti del pubblico, sistema amministrativo e contabile, sistema dei controlli e revisione legale, in quanto gli emittenti strumenti finanziari diffusi sono riconducibili al *genus* delle "*società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*", secondo la definizione fornita dall'art. 2325-*bis*, cod. civ.[4].

La "misura" della diffusione degli strumenti finanziari è individuata in forza dei criteri stabiliti dalla Consob, sulla base della delega contenuta nell'articolo 116 del TUF[5]. Ai sensi dell'art. 2-*bis*, comma 1, del RE[6], sono specificati i parametri quantitativi previsti per l'accesso al regime degli emittenti azioni diffuse: in base a tale comma, infatti, occorre che gli emittenti abbiano azionisti, diversi dai soci di controllo, in numero superiore a cinquecento, i quali detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%, e che non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'articolo 2435-*bis*, primo comma, del codice civile.

Il successivo comma 2 del medesimo articolo stabilisce che l'inclusione nella categoria degli emittenti diffusi si perfeziona quando, oltre al superamento dei limiti quantitativi di cui al precedente comma, è verificata una delle seguenti condizioni (parametri qualitativi): le azioni siano oggetto di un'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita (o corrispettivo di un'offerta pubblica di

---

[4] Le disposizioni particolari sulle "società aperte" sono ispirate alla tutela delle minoranze azionarie e quindi alla promozione dell'attivismo dei soci dell'esercizio del diritto di voto. Infatti, per queste società sono ridotti i quorum di capitale richiesti per l'esercizio dell'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori (artt. 2393, 2393-*bis*), e per le deliberazioni assembleari (artt. 2368, 2369), sono rafforzati i controlli interni ed esterni sulla gestione e ridotto il capitale necessario per ottenerne l'avvio (artt. 2408, 2409, 2409-*bis*, 2409-*octodecies*), sono previsti specifici presidi informativi volti a tutelare gli azionisti in caso di operazioni con parti correlate (art. 2391-*bis*, cod. civ.).

[5] Per le modifiche apportate all'art. 116 del TUF dal d.lgs. 10 agosto 2018, n. 107, di attuazione del regolamento (UE) n. 596/2014 in materia di abusi di mercato, si rinvia alla Sezione II, paragrafo 3.

[6] Si riporta il testo dell'art. 2-*bis* del RE:

"1. Sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani i quali, contestualmente:

a) abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%;

b) non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'articolo 2435-*bis*, primo comma, del codice civile.

2. I limiti di cui al comma precedente si considerano superati soltanto se le azioni alternativamente:

- abbiano costituito oggetto di un'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio;
- abbiano costituito oggetto di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato, anche rivolto a soli investitori qualificati come definiti ai sensi dell'articolo 34-*ter*, comma 1, lettera *b*);
- siano o siano state negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione con il consenso dell'emittente o del socio di controllo ovvero siano state ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati e successivamente siano state oggetto di revoca;
- siano emesse da banche e siano acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze.

3. Non si considerano emittenti diffusi quegli emittenti le cui azioni sono soggette a limiti legali alla circolazione riguardanti anche l'esercizio dei diritti aventi contenuto patrimoniale, ovvero il cui oggetto sociale prevede esclusivamente lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale o volte al godimento da parte dei soci di un bene o di un servizio.

4. Sono emittenti obbligazioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani di obbligazioni di valore nominale complessivamente non inferiore a 5 milioni di euro e con un numero di obbligazionisti superiore a cinquecento".

scambio), o oggetto di un collocamento, anche rivolto a soli investitori qualificati, o negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione (con il consenso dell'emittente o del socio di controllo), o siano state ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati e successivamente siano state oggetto di revoca o, infine, siano emesse da banche e siano acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze.

Per gli emittenti obbligazioni assumono invece rilievo: il valore nominale, che deve risultare superiore a 5 milioni di euro, e il numero di obbligazionisti, che deve essere superiore a cinquecento.

Nella Parte III del documento di consultazione è stato sottoposto al mercato un questionario contenente quesiti specifici in ordine alle tematiche oggetto delle proposte regolamentari. Per un'analisi dei contributi pervenuti e delle relative valutazioni si rinvia ai successivi paragrafi.

II. ESITI DELLA CONSULTAZIONE E ANALISI D'IMPATTO DELLA REGOLAMENTAZIONE

1. *Stakeholder mapping*

La consultazione pubblica si è conclusa in data 23 gennaio 2018. In risposta al documento di consultazione sono prevenuti n. 11 contributi.

Soggetto	Categoria	Settore
Associazione Italiana Equity Crowdfunding (AIEC)	Associazione	Equity Crowdfunding
Assopopolari	Associazione	Banche
Borsa Italiana	Gestore del mercato	Finanza
Bussoletti, Nuzzo e Associati	Studio legale	Consulenza
Prof. M. Cera	Studio legale	Consulenza
Freshfields Bruckhaus Deringer (prof. Lener/Avv. Rulli)	Studio legale	Consulenza
Galbiati, Sacchi & Associati	Studio legale	Consulenza
Gatti, Pavesi, Bianchi (prof. L.A. Bianchi)	Studio legale	Consulenza
Governance & Compliance	Società	Consulenza

Professionisti riuniti s.r.l.		
Satispay s.p.a.	Società	Servizi di pagamento
Prof. F. Vella	Studio legale	Consulenza

I citati contributi sono pubblicati sul sito *web* della Consob.

Nei successivi paragrafi si riportano le sintesi delle proposte regolamentari, unitamente ai contributi pervenuti e le relative valutazioni da parte della Consob. Per un'analisi dettagliata dell'articolato delle modifiche regolamentari si rinvia all'allegato del presente documento.

2. Disposizioni attuative della definizione di "PMI"

a) Periodo di Riferimento e Data di Determinazione

Premesso che i criteri di fatturato e capitalizzazione sono volti a identificare la "grandezza" di un emittente, la proposta regolamentare ha previsto che il riferimento temporale da assumere per il calcolo debba essere pari all'esercizio sociale "annuale" (non necessariamente coincidente con l'anno solare) costituito, cioè, da 12 mesi consecutivi ("**Periodo di Riferimento**"), fatti salvi i casi specifici relativi alle IPO o all'effettuazione di operazioni straordinarie (cfr. *infra*)[7].

Considerato che il dato relativo alla capitalizzazione può essere immediatamente disponibile al termine del periodo di riferimento, mentre il dato relativo al fatturato di norma richiede quantomeno l'approvazione – da parte dell'organo amministrativo – del progetto di bilancio o del bilancio consolidato, le date in cui i requisiti di capitalizzazione e di fatturato sono rispettivamente verificabili e/o si considerano maturati ("**Data di Determinazione**") non coincidono.

Pertanto, è stato previsto che per la capitalizzazione la Data di Determinazione sia corrispondente alla data di chiusura dell'esercizio sociale, mentre per il fatturato la Data di Determinazione sia la data di approvazione del progetto di bilancio del medesimo esercizio, da parte dell'organo amministrativo competente della società.

Da ciascuna Data di Determinazione, se il fatturato o la capitalizzazione risultano inferiori ai valori indicati dall'articolo 1, comma 1, lett. *w-quater.1)*, del TUF, decorre il relativo regime previsto per le PMI.

[7] Si possono verificare talune ipotesi in cui la durata dell'esercizio sociale risulti inferiore o superiore ai 12 mesi di norma previsti (ad es. in occasione del cambiamento della data di chiusura dell'esercizio, per giustificate ragioni, nel corso della vita della società, ovvero per fattori esterni alla stessa, come nei casi in cui intervengano sopravvenute modifiche legislative in materia contabile). Al riguardo, poiché la diversa durata dell'esercizio sociale può avere un impatto sul calcolo del fatturato, si renderà necessaria una valutazione *ad hoc* di siffatte ipotesi in relazione alle specificità dei casi concreti.

- *Osservazioni e valutazioni*

Nel contributo di **Borsa italiana** si propone di far coincidere la Data di Determinazione con la data di approvazione del bilancio d'esercizio sia per il fatturato, che per la capitalizzazione. Ciò in un'ottica di semplificazione del numero degli adempimenti posti a carico degli emittenti e di maggiore economia dei flussi informativi verso l'Autorità e il mercato. Per effetto di tale impostazione sarebbe comunque possibile mantenere l'omogeneità del Periodo di Riferimento, nei fatti posticipando solo la Data di Determinazione relativa alla capitalizzazione, facendola coincidere con quella prevista per il criterio del fatturato.

Al riguardo, si ritiene preferibile confermare l'impostazione adottata in consultazione, in quanto l'eventuale previsione di un'unica Data di Determinazione, comporterebbe in relazione al criterio della capitalizzazione un disallineamento temporale tra maturazione del requisito che, ai sensi di legge, è sufficiente all'acquisizione del relativo *status*, e accertamento dello stesso, che verrebbe ad essere posticipato al momento dell'approvazione del progetto di bilancio.

Peraltro, va tenuto in considerazione che l'ingresso nella qualifica in ragione del criterio della capitalizzazione appare il caso maggiormente ricorrente, in quanto ad oggi circa il 24% delle società quotate rientrano nella categoria di PMI sulla base della sola capitalizzazione e circa il 71% sulla base di entrambi i criteri di capitalizzazione e fatturato.

In ogni caso, poiché la stessa disposizione del TUF prevede che "…*Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato entrambi i predetti limiti per tre anni consecutivi*", al fine di verificare la perdita di tale qualifica, si farà comunque riferimento alla data di approvazione del progetto di bilancio relativo al terzo esercizio annuale consecutivo (ciò appunto per accertare il superamento definitivo dei limiti di entrambi i suddetti parametri).

Conseguentemente, si è ritenuto di confermare il testo finale dell'articolato posto in consultazione.

b) ***I criteri di calcolo della capitalizzazione***

La proposta regolamentare ha previsto che il calcolo della capitalizzazione debba tener conto della media semplice delle capitalizzazioni giornaliere nel periodo di riferimento, che, a loro volta, saranno calcolate moltiplicando il numero (*x*) di titoli emessi per il prezzo medio ponderato (il "prezzo ufficiale", *Pu*, ricavabile dal flusso di dati di Borsa Italiana) fatto registrare per ciascuna delle "*n*" giornate di negoziazione.

L'adozione di un apposito criterio di calcolo della capitalizzazione, differente da altri criteri già previsti nella regolamentazione nella sfera di competenza della Consob[8], è stata ritenuta opportuna

[8] Si fa riferimento ai criteri applicati dalla Consob per il calcolo della capitalizzazione di mercato, ai fini della determinazione della quota di partecipazione richiesta per la presentazione delle liste dei candidati per l'elezione degli

al fine di allineare, salvi i casi eccezionali (su cui si veda *infra*), il Periodo di Riferimento rispetto a cui sarebbero calcolati entrambi i parametri, fatturato e capitalizzazione.

Con riguardo al caso degli emittenti sospesi dalle negoziazioni, è stato proposto di assumere come riferimento per il calcolo della capitalizzazione il minor periodo di negoziazione disponibile dell'esercizio annuale. In siffatta ipotesi, il numero "*n*" corrisponderà in tal modo ai giorni di negoziazione effettivi nel periodo considerato. In caso di riammissione alle negoziazioni si applicano le regole ordinarie, con la sola differenza che la capitalizzazione sarà calcolata sul numero di giorni di quotazione effettivamente avuti nell'arco dei 12 mesi presi in considerazione.

Nell'ipotesi in cui, nell'ambito del periodo da prendere in considerazione sulla base dei criteri sopra esplicitati, il titolo non abbia avuto alcun giorno di quotazione, la capitalizzazione non potrà essere utilmente considerata ai fini dell'attribuzione o della perdita dello *status* di PMI che, pertanto, sarà determinata sulla base del criterio relativo al fatturato.

- *Osservazioni*

Con riguardo ai criteri di calcolo della capitalizzazione nel contributo di **Borsa Italiana** si segnala la possibilità di valorizzare il ruolo del gestore del mercato a supporto degli emittenti stessi per il calcolo della capitalizzazione, in quanto la società di gestione del mercato è depositaria dei dati relativi ai prezzi ufficiali rilevanti.

In particolare, nel citato contributo si suggerisce di modificare la disposizione regolamentare nel senso che ai fini della media semplice delle capitalizzazioni giornaliere si tenga conto dei dati delle capitalizzazioni rilevate e pubblicate dalla società di gestione del mercato ove sono negoziati gli strumenti finanziari.

Il contributo di **Galbiati, Sacchi e Associati** (**GSA**) pone in evidenza come, in caso di società le cui azioni risultano di nuova ammissione alle negoziazioni, sia preferibile l'individuazione di una soglia minima di "giorni di negoziazione", che consenta di attribuire alla capitalizzazione media una maggiore significatività.

---

organi di amministrazione (art. 147-*ter* del TUF e art. 144-*quater* del RE). In tale fattispecie, si tiene conto, tra l'altro, della capitalizzazione di mercato, calcolata come media della capitalizzazione delle azioni quotate nell'ultimo trimestre dell'esercizio sociale (articolo 144-*ter*, comma 1, lettera *c)*, del Regolamento Emittenti).
Un altro esempio è costituito dall'art. 3, comma 1, lett. *d)*, del RE, che, ai fini della disciplina dell'appello al pubblico risparmio, definisce quale "*società con ridotta capitalizzazione di mercato*" una società quotata in un mercato regolamentato che abbia avuto, nei tre anni civili precedenti, una capitalizzazione media di mercato inferiore a 100 milioni di euro, calcolata sulla base delle quotazioni di chiusura anno.
Sempre con riguardo alla capitalizzazione, il regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, nel disciplinare il prospetto UE per la crescita (art. 15, par. 1), prevede un ambito applicativo che include gli emittenti i cui titoli sono o saranno negoziati in un mercato di crescita per le PMI, a condizione che tali emittenti abbiano una capitalizzazione di borsa media inferiore a 500 milioni di euro "*sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili*".

Diversamente, secondo il medesimo contributo, in caso di impossibilità di determinare la capitalizzazione media a causa della sospensione della negoziazione del titolo di un emittente già PMI, il criterio in esame non dovrebbe essere considerato rilevante ai fini della perdita della predetta qualifica, in quanto il TUF richiede che si verifichi il "superamento" della soglia pari a 500 eur/mln.

- *Valutazioni*

Relativamente al criterio della capitalizzazione (così come per il criterio del fatturato), è stato ritenuto preferibile prevedere che il calcolo dei relativi valori sia effettuato direttamente dalla Consob in un'ottica di semplificazione degli adempimenti e di riduzione degli oneri amministrativi per le PMI. Ciò, infatti, ha consentito di eliminare la previsione di un'apposita comunicazione riferita alla capitalizzazione, precedentemente contenuta nel testo della proposta regolamentare.

In ordine a quanto osservato nel contributo di **GSA**, la proposta di individuazione di una soglia minima di "giorni di negoziazione", che consenta di attribuire alla capitalizzazione media una maggiore significatività, comporterebbe la definizione *ex ante* di un criterio – certamente non univoco – in base al quale escludere la valutazione della capitalizzazione, in presenza di titoli che comunque abbiano avuto un (seppur minimo) periodo di negoziazione. Sul punto si segnala che la riforma del 2016 della definizione di PMI contenuta nel TUF, con la quale sono state eliminate le parole "*nell'ultimo anno solare*" riferite (nel testo previgente) alla capitalizzazione, era volto proprio a conferire maggiore flessibilità alla fattispecie, in considerazione dei casi concreti. Pertanto, si è ritenuto di non condividere l'osservazione proposta.

Si conferma che, qualora risulti impossibile determinare la capitalizzazione media - a causa della sospensione dalle negoziazioni del titolo di un emittente PMI per l'intero esercizio sociale - il parametro della capitalizzazione non verrà preso in considerazione.

c) ***I criteri di calcolo del fatturato***

La definizione di PMI è volta alla determinazione delle dimensioni di imprese operanti in diversi settori economici di attività. Pertanto, è apparso necessario individuare una nozione di fatturato che consenta un'attuazione sostanzialmente equivalente delle società interessate, pur nella considerazione della diversità delle attività svolte e delle discipline di bilancio ad esse applicabili, al fine di evitare che si determinino disparità di trattamento in ragione del settore di appartenenza (derivanti dall'utilizzo di una differente concezione di fatturato nonché di diverse metodologie di calcolo del medesimo).

Tali considerazioni hanno suggerito l'adozione, ai fini dell'individuazione delle PMI quotate, della nozione di fatturato recentemente adottata dalla Consob in materia sanzionatoria[9], che, oltre ad essere la nozione di fatturato del pertinente diritto dell'Unione, è conforme alle scelte operate dai principali Stati membri della UE nonché in linea con gli indirizzi suggeriti in materia dall'ESMA[10].

L'adozione di una unica nozione di fatturato che soddisfi le due diverse finalità (la quantificazione della sanzione e l'individuazione delle PMI) può presentare indubbi benefici, in termini di omogeneità e conoscibilità della nozione e, di conseguenza, in termini di semplificazione e di riduzione degli oneri. Pertanto, anche ai fini dell'identificazione delle PMI, il fatturato dovrà essere calcolato in conformità ai criteri previsti nell'Appendice, paragrafo 1.1, del Regolamento sul Procedimento Sanzionatorio adottato dalla Consob con delibera n. 18750 del 19 dicembre 2013, e successive modifiche[11].

---

[9] La nozione è sostanzialmente quella contenuta all'articolo 5 "*Calcolo del fatturato*" del Regolamento (CE) n. 139/20045 (relativo al controllo delle concentrazioni) che definisce la nozione di fatturato da applicare alle imprese operanti in differenti settori di attività, al fine di determinarne la dimensione e la relativa quota di mercato e valutarne l'eventuale ostacolo all'effettiva concorrenza nel mercato comune. Tale nozione è stata adottata dalla Consob con la delibera n. 19521 del 24 febbraio 2016 che ha aggiornato il "*Regolamento sul Procedimento Sanzionatorio della Consob*" di cui alla delibera n. 18750 del 19 dicembre 2013**.**

[10] La medesima nozione è stata indicata, nella Relazione illustrativa al Regolamento di attuazione del D.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254 (concernente la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario), ai fini del calcolo del parametro dimensionale dei ricavi utile alla individuazione degli Enti di pubblico interesse (EIP) che risultano obbligati alla redazione della Dichiarazione di carattere non finanziario qualora risultino di ammontare superiore ai 40 milioni. Un totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni di ammontare superiore ai 40 milioni di Euro (registrato alla data di chiusura del bilancio) è, infatti, uno dei due requisiti dimensionali alternativi che, unitamente al conseguimento nel medesimo esercizio del requisito di un numero medio di dipendenti superiore a 500, configurano in capo ad un (EIP) l'obbligo di redigere la Dichiarazione in parola. L'altro requisito dimensionale, alternativo a quello dei ricavi, è quello di un ammontare dello stato patrimoniale (registrato alla data di chiusura del bilancio) superiore ai 20 milioni di euro. Pertanto nel caso in cui l'EIP registri alla chiusura del bilancio un ammontare del totale dello stato patrimoniale superiore ai 20 milioni di Euro, stante il conseguimento durante il medesimo esercizio del requisito, sempre necessario, di un numero medio di dipendenti superiore a 500, avrà l'obbligo di redigere la Dichiarazione di carattere non finanziario.

[11] Di seguito si riporta il relativo testo:

a) per le banche, gli altri soggetti abilitati *di cui all'articolo 1, comma 1, lettera r), del Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), le società finanziarie, gli istituti di moneta elettronica di cui al titolo V-bis del decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385 (TUB), gli istituti di pagamento di cui al titolo V- ter del TUB, i confidi di cui all'articolo 112 del TUB, la Società Poste Italiane S.p.A. per l'attività di Banco Posta:*

- l'aggregato costituito dalla somma delle seguenti voci di provento così come definite nella direttiva 86/635/CEE, al netto, se del caso, dell'imposta sul valore aggiunto e di altre imposte direttamente associate ai suddetti proventi:

i) interessi e proventi assimilati;

ii) proventi su titoli:

- proventi di azioni, quote ed altri titoli a reddito variabile,

- proventi di partecipazioni,

- proventi di partecipazioni in imprese collegate;

iii) proventi per commissioni;

iv) profitti (netti) da operazioni finanziarie (da non considerare le operazioni relative ai titoli non inclusi nel portafoglio di negoziazione);

v) altri proventi di gestione.

b) per le imprese di assicurazione e di riassicurazione*:*

- il valore dei premi lordi emessi, che comprendono tutti gli importi incassati o da incassare a titolo di contratti di assicurazione stipulati direttamente da dette imprese o per loro conto, inclusi i premi ceduti ai riassicuratori, previa detrazione delle imposte o tasse parafiscali riscosse sull'importo dei premi o sul relativo volume complessivo. I suddetti

Per quanto riguarda le banche e gli altri soggetti abilitati, nel documento di consultazione è stato illustrato come sia necessario tener conto delle eventuali modifiche e integrazioni apportate dal decreto legislativo 18 agosto 2015, n. 136[12], che, all'art.1 ("Definizioni"), comma 1, ha suddiviso gli intermediari in "*intermediari IFRS*[13]" ed in "*intermediari non IFRS*[14]", nonché delle relative discipline di bilancio emanate dalla Banca d'Italia.

Pertanto, in fase di primo avviamento della disciplina prevista dall'art.1, comma 1, lett.w-*quater.1)*, del TUF, il fatturato sarà calcolato sulla base delle voci contabili che meglio riflettono la definizione sopra rappresentata, al fine di verificare se il relativo ammontare rientri o meno nei limiti stabiliti dalla sopra citata norma, se cioè risulti inferiore a 300 milioni di euro. In particolare per le banche e gli altri "*Intermediari IFRS*" si individueranno, tra le voci contabili degli schemi obbligatori di conto economico ad essi applicabili, previsti dalla Circolare n. 262 del 22 dicembre 2005 "*Il bilancio bancario: schemi e regole di compilazione"* e dal Provvedimento del 9 dicembre 2016 "*Il bilancio degli intermediari IFRS diversi dagli intermediari bancari*", emanati dalla Banca d'Italia, quelle voci che meglio riflettono la definizione sopra rappresentata.

- *Osservazioni e valutazioni*

Nel contributo di **GSA** si ritiene preferibile che la Consob indichi direttamente le poste per il calcolo del fatturato degli intermediari finanziari e delle banche quotate, con l'obiettivo di uniformare le comunicazioni da parte di tali soggetti a beneficio della chiarezza delle informazioni da fornire al mercato.

A tal riguardo, si osserva - come anticipato - che il testo finale delle disposizioni regolamentari prevede che il calcolo del fatturato, rilevante ai fini della qualifica di PMI, sia effettuato dalla Consob, sulla base ai dati contenuti nel progetto di bilancio o del bilancio consolidato, in sede di aggiornamento dell'elenco delle PMI. Tale previsione, in un'ottica di semplificazione degli adempimenti richiesti, consente dunque di ritenere superata l'indicazione richiesta dal predetto contributo.

---

contratti di assicurazione includono anche i contratti che non rientrano nella definizione di contratto di assicurazione secondo i principi contabili internazionali di riferimento;
c) per le imprese diverse da quelle indicate dalle lettere a) e b):
- gli importi ricavati dalla vendita di prodotti e dalla prestazione di servizi realizzati dalle imprese interessate e corrispondenti alle loro normali attività, previa detrazione degli sconti concessi sulle vendite nonché dell'imposta sul valore aggiunto e di altre imposte direttamente legate al fatturato.

[12] Tale decreto ha abrogato e sostituito il d.lgs. n. 87/92 e ne ha modificato ed integrato il contenuto con le disposizioni di attuazione della direttiva 2013/34/UE per quanto concerne la disciplina del bilancio di esercizio e consolidato delle banche e degli altri istituti finanziari nonché con le disposizioni necessarie a tener conto della riforma della disciplina dei soggetti operanti nel settore dell'intermediazione finanziaria operata del decreto legislativo n. 141 del 2010.

[13] La definizione e indicata all'art. 1, comma 1, lettera c) del d.lgs. n. 136/2015: *"intermediari IFRS": c) I soggetti indicati nell'articolo 2 ("Ambito di applicazione"), comma 1, lettera c), del decreto legislativo 28 febbraio 2005, n. 38, e successive modificazioni".*

[14] La definizione e indicata all'art. 1, comma 1, lettera d) del d.lgs. n. 136/2005: "*d) «intermediari non IFRS»: gli operatori del microcredito e i confidi minori".*

d) ***IPO***

A seguito delle modifiche introdotte al TUF dal citato decreto n. 25/2016, la qualifica di PMI può essere riconosciuta anche alle società di nuova costituzione ("*newco*")[15] sulla base del parametro del fatturato. Tali società, pur non avendo un bilancio approvato, possono determinare infatti il dato relativo al fatturato sulla base di situazioni contabili economiche appositamente predisposte ai fini dell'ammissione alle negoziazioni (ad esempio situazioni contabili pro-forma)[16].

In siffatte ipotesi, la proposta regolamentare ha previsto altresì una deroga al meccanismo di calcolo della capitalizzazione appena illustrato, in quanto consente di fare riferimento ad una "*capitalizzazione presunta*", calcolata assumendo il numero di giornate di negoziazione "*n*" pari a 1 e sostituendo il prezzo ufficiale, da moltiplicare per il numero di azioni emesse, con la media semplice del prezzo massimo e del prezzo minimo della forchetta di offerta indicata nel prospetto di quotazione predisposto dalla società.

Al fine di correggere i possibili conseguenti effetti distorsivi legati alla valorizzazione del dato della capitalizzazione solo presunta (e non effettiva), si è ritenuto di prevedere che, all'atto della comunicazione da rendere alla chiusura del primo esercizio successivo all'IPO (anche se inferiore ad un anno), venga riverificata, sulla base di dati effettivi, la sussistenza della qualifica di PMI rispetto a quanto risultato in sede di IPO, non trovando applicazione la sopra richiamata regola secondo cui "*…Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato entrambi i predetti limiti per tre anni consecutivi*". In tal caso si prenderà in considerazione la capitalizzazione media relativa al periodo di quotazione disponibile successivo all'ammissione a quotazione e sino alla chiusura del primo esercizio (anche se inferiore ad un anno). Ciò ovviamente qualora la società non abbia assunto la qualifica di PMI sulla base del fatturato.

- *Osservazioni*

Con riferimento ai casi di IPO, nel contributo di **Borsa Italiana** si suggerisce l'utilizzo del prezzo finale di offerta come parametro per il calcolo della capitalizzazione, in luogo della media semplice

[15] Cfr. relazione di accompagnamento del citato decreto n. 25/2016 (Atto di governo n. 235, pag. 3).

[16] In merito specificatamente al calcolo del fatturato relativo a società di nuova costituzione la Raccomandazione della Commissione n.2003/361/CE del 6 maggio 2003 (relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese) al comma 3 dell'articolo 4 "*Dati necessari per il calcolo degli effettivi e degli importi finanziari e periodo di riferimento*", prevede, quanto segue***:***
"*1. I dati impiegati per calcolare gli effettivi e gli importi finanziari sono quelli riguardanti l'ultimo esercizio contabile chiuso e vengono calcolati su base annua. Essi sono presi in considerazione a partire dalla data di chiusura dei conti. L'importo del fatturato è calcolato al netto dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) e di altri diritti o imposte indirette.*
2. Se un'impresa, alla data di chiusura dei conti, constata di aver superato, nell'uno o nell'altro senso e su base annua, le soglie degli effettivi o le soglie finanziarie di cui all'articolo 2 essa perde o acquisisce la qualifica di media, piccola o microimpresa solo se questo superamento avviene per due esercizi consecutivi.
3. Se si tratta di un'impresa di nuova costituzione, i cui conti non sono ancora stati chiusi, i dati in questione sono oggetto di una stima in buona fede ad esercizio in corso".

del prezzo massimo e del prezzo minimo della forchetta di offerta indicata nel prospetto di quotazione predisposto dalla stessa società (criterio della capitalizzazione presunta).

Secondo il medesimo contributo, se da un lato il criterio della media fra prezzo minimo e massimo di offerta consente di ottenere il dato della capitalizzazione presunta con maggiore anticipo rispetto al criterio del prezzo finale, esso introduce tuttavia alcuni elementi di aleatorietà rispetto alla determinazione del dato stesso, con ragionevoli perplessità per tutti quei casi in cui il prezzo finale si dimostri poi di molto divergente. Tenuto conto di ciò, ed anche ai fini di una maggiore certezza e stabilità del dato della capitalizzazione, si propone che venga utilizzato come metodo di computo del dato della capitalizzazione presunta esclusivamente il prezzo finale di offerta.

Inoltre, con riferimento al parametro del fatturato per le società neo-quotate, nel contributo di Borsa Italiana si accoglie favorevolmente l'introduzione della facoltà concessa alle società di recente costituzione ("*newco*"), non aventi ancora un bilancio approvato e relativo ad un esercizio annuale, di determinare tale dato sulla base di relazioni finanziarie appositamente predisposte.

Ai fini di una maggiore chiarezza applicativa, **Borsa Italiana** suggerisce di specificare nell'articolato che la "*relazione finanziaria appositamente predisposta ai fini del prospetto di ammissione alle negoziazioni*" possa essere costituita da una relazione finanziaria *pro-forma* o da una relazione finanziaria aggregata o disaggregata. Ciò anche nei casi di operazioni straordinarie, quali ad esempio fusioni e acquisizioni.

Nel contributo di **GSA** si evidenzia che il criterio della capitalizzazione presunta, sopra descritto, appare applicabile solo nei casi in cui l'ammissione alle negoziazioni sia preceduta da un'offerta pubblica, non nei casi di sola ammissione alle negoziazioni.

- *Valutazioni*

Con riguardo a quanto osservato da **Borsa Italiana**, si ritiene di confermare la proposta regolamentare che assume come riferimento la media della forchetta di prezzo dell'offerta svolta, in luogo del prezzo finale di offerta, poiché il criterio suggerito presenterebbe criticità dal punto di vista applicativo, essenzialmente correlate alla indisponibilità delle informazioni circa lo *status* di PMI nel prospetto informativo e durante il periodo di adesione all'offerta. Per tale ipotesi si conferma che la sussistenza della qualifica di PMI è oggetto di nuova verifica, sulla base dei dati effettivi di capitalizzazione e fatturato, all'atto della comunicazione da rendere alla chiusura del primo esercizio successivo all'IPO.

Inoltre, al fine di non precludere l'acquisto della qualifica di PMI alle società che richiedono la semplice ammissione alla negoziazione senza una contestuale offerta di titoli - e che pertanto non dispongono di una forchetta di prezzo utile ai fini del calcolo della capitalizzazione presunta - è stata inserita una previsione *ad hoc* che consente l'utilizzo, nel caso sopra descritto, del prezzo di

avvio delle negoziazioni[17]. Per le società già quotate in un sistema multilaterale di negoziazione o in altro mercato regolamentato, che trasferiscono la quotazione su un mercato regolamentato italiano, è stato previsto l'utilizzo della capitalizzazione registrata sul mercato di provenienza (cfr. allegato).

In risposta alle osservazioni formulate da **Borsa Italiana**, si osserva come la formulazione proposta già consente di riconoscere la qualifica di PMI anche alle società di nuova costituzione ("*newco*") che possano determinare il fatturato sulla base di relazioni finanziarie appositamente predisposte ai fini dell'inclusione nel prospetto di ammissione alle negoziazioni (pro-forma, aggregate o *carve-out*) relative al più recente esercizio. Queste ultime saranno prese in considerazione ai fini del calcolo del fatturato, anche qualora sia disponibile un bilancio approvato. Pertanto, sul punto non si ritiene necessario un intervento *ad hoc* sul testo regolamentare.

e) ***Special Purpose Acquisition Company (SPAC)***

Nel documento di consultazione è stato chiarito come il metodo di calcolo della capitalizzazione presunta consentirebbe di poter riconoscere la qualifica di PMI, sempre in caso di IPO, anche a particolari veicoli societari (costituiti in forma di S.p.A.), quali ad esempio le *SPAC - Special Purpose Acquisition Company*, contenenti esclusivamente disponibilità liquide. L'obiettivo di una Spac è appunto quello di reperire, attraverso il collocamento dei propri strumenti finanziari sui mercati, le risorse finanziarie necessarie ad acquisire, in un orizzonte temporale di circa 18/24 mesi, una società operativa (c.d. *target*), con la quale eventualmente dar luogo ad una aggregazione (c.d. *business combination*), attraverso, ad esempio, un'operazione di fusione.

- *Osservazioni e valutazioni*

Con riferimento alle cosiddette Spac, nel contributo di **Borsa Italiana** si suggerisce di prevedere espressamente che le società Spac, ante *business combination*, siano sempre considerate PMI e, al contempo, siano esonerate dagli oneri di comunicazione dei dati relativi a capitalizzazione e fatturato, poiché non rilevanti ai fini del conferimento della qualifica di PMI. Ciò tenuto conto delle peculiarità di tali veicoli e considerato anche il carattere ontologicamente "transitorio" delle Spac sul mercato, onde garantire a questa categoria di società la qualifica di PMI già in fase di avvio. L'eventuale differente disciplina diverrà applicabile in capo all'emittente una volta effettuata la *business combination*.

Al riguardo, si è ritenuto di accogliere il suggerimento di **Borsa Italiana**, considerando sempre PMI la Spac all'atto della quotazione, in quanto per tali società il flusso di ricavi costituito dai proventi finanziari generati dalle disponibilità finanziarie (come illustrato nel documento di consultazione, pag. 9, intendendosi per tali, ad esempio, i meri proventi del deposito della liquidità) inverosimilmente potranno generare proventi oltre la soglia dei 300 milioni.

Qualora tale società presenti una capitalizzazione eccedente i 500 milioni, ciò renderà la Spac

[17] Prezzo determinato dal gestore del mercato congiuntamente agli *advisor* dell'operazione.

idonea ad effettuare, astrattamente anche da subito, operazioni di acquisto consistenti. Pertanto, l'attribuzione della qualifica di PMI – e il mantenimento della qualifica anche successivamente a tale operazione di acquisizione - non appare rispondente alla *ratio* del regime speciale delle PMI.

Per tali motivi si è ritenuto opportuno l'inserimento di un correttivo specifico al fine di chiarire che l'effettiva sussistenza della qualifica di PMI debba essere nuovamente verificata ad esito della *business combination* (nell'articolato indicata come la "*prima operazione di investimento*", corrispondente a quella che nella prassi viene definita in via statutaria "*operazione rilevante*").

Si tratta di una soluzione nella sostanza analoga a quella, sopra illustrata con riferimento alle IPO, riferita alla capitalizzazione presunta.

Si evidenzia che, in assenza di una definizione normativa di "Spac", sono stati individuati appositi criteri definitori, utili a circoscrivere la fattispecie in esame, anche tenuto conto di quanto previsto negli statuti dei veicoli in questione e in esperienze estere (U.S.A), che essenzialmente si riferiscono alle caratteristiche acquisitive dell'oggetto sociale esclusivo o prevalente (cfr. allegato).

f) ***Comunicazioni al mercato sulla qualifica di PMI***

Tenuto conto della prassi che emerge dall'analisi delle relazioni pubblicate ad oggi dagli emittenti che già rientrano nella categoria delle PMI, è stato previsto che l'informativa al mercato circa il possesso della qualifica di PMI debba essere data nella relazione sulla gestione, o nella separata relazione sul governo societario e gli assetti proprietari (cfr. art. 123-*bis* del TUF), redatta in occasione del bilancio dell'esercizio, recante l'indicazione di entrambi i valori di capitalizzazione e di fatturato.

Qualora l'emittente perda la qualifica di PMI, poiché il TUF subordina tale evento al superamento di entrambi i limiti di capitalizzazione e fatturato per tre anni consecutivi, tale informativa verrà resa (necessariamente) in occasione dell'approvazione del bilancio del terzo esercizio annuale consecutivo e conseguentemente sarà comunque riflessa nell'elenco pubblicato dalla Consob.

In aggiunta a tale adempimento (e alle comunicazioni relative ai valori della capitalizzazione e del fatturato, precedentemente previste nel documento di consultazione e, come già illustrato, non confermate nel testo finale) era stato sottoposto ai partecipanti alla consultazione un quesito specifico concernente l'opportunità dell'eventuale previsione di ulteriori forme di trasparenza verso il pubblico delle informazioni sulla qualifica di PMI.

- *Osservazioni e valutazioni*

Nel contributo di **GSA** si evidenzia una generica utilità di prevedere l'immediata comunicazione al mercato da parte dell'emittente in caso di attribuzione o del venir meno della qualifica di PMI, in aggiunta al regime informativo ipotizzato nelle proposte regolamentari (relazione sul governo societario ed elenco pubblicato sul sito della Consob). Nel medesimo contributo, inoltre, si osserva

che l'informativa contenuta nella relazione sul governo societario e gli assetti proprietari dovrebbe essere estesa anche con indicazione dell'esercizio di decorrenza, in caso di superamento dei parametri di capitalizzazione e fatturato.

Al riguardo, si rappresenta come la previsione anche di una comunicazione al mercato *ad hoc* comporterebbe l'introduzione di oneri amministrativi, correlati all'adempimento degli obblighi informativi proposti, che allo stato attuale non appaiono giustificati, specie ove si consideri che i soggetti potenzialmente interessati a tali informazioni risultano essere gli investitori non di tipo *retail* (dal momento che dalla qualifica di PMI conseguono effetti in termini di innalzamento della soglia rilevante da 3% al 5%, per la trasparenza delle partecipazioni effettive, e in materia di OPA obbligatoria).

Peraltro, allo stato non si riscontrano (né sono emerse dalla consultazione) specifiche o ulteriori evidenze, tali da supportare un intervento regolamentare nel senso richiesto.

Conseguentemente si è ritenuto di confermare il regime informativo previsto nel documento di consultazione.

Si rammenta, inoltre, che la delibera di modifica del RE richiede agli emittenti PMI di effettuare, in sede di prima attuazione, una comunicazione all'Autorità entro un mese dall'entrata in vigore della stessa. La comunicazione, le cui modalità di adempimento saranno rese note nel sito internet della Consob, ha per oggetto l'indicazione del possesso della qualifica, unitamente all'esercizio di decorrenza della stessa e i relativi valori di capitalizzazione e di fatturato, anche per gli esercizi successivi a quello di decorrenza della predetta qualifica.

3. Modifiche della disciplina applicabile agli emittenti strumenti finanziari diffusi presso il pubblico in misura rilevante

Come già anticipato, sono state sottoposte al mercato alcune proposte di modifica del RE riguardanti la disciplina applicabile agli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, oltre a interventi di manutenzione del testo, volte a risolvere taluni aspetti problematici emersi nel corso dell'attività di vigilanza relativa alla gestione del relativo elenco.

In particolare, tali proposte afferiscono alle seguenti aree:

i) le modalità di aggiornamento dell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, prevedendosi un aggiornamento in via continua (e non più annuale) con la pubblicazione, sul sito internet della Consob, della notizia dell'acquisto (o della perdita) della qualifica di emittente diffuso pervenuta all'autorità, con beneficio per la tempestiva informazione del pubblico;

ii) la qualificazione di emittente titoli diffusi di particolari tipologie di società, quali quelle - *inter alia* - ammesse a una procedura concorsuale, la cui qualifica di emittente diffuso è basata su interpretazioni non agevolmente predeterminabili da parte delle società interessate, al fine di una corretta segnalazione del proprio *status* ai sensi della disciplina in esame;

iii) le modalità di adempimento degli obblighi informativi previsti dal RE;

iv) i criteri definitori della qualifica di emittente diffuso, con particolare riguardo ai parametri c.d. qualitativi previsti all'articolo 2-*bis*, comma 2, secondo alinea, del RE[18].

Da ultimo, il decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107, di attuazione del regolamento (UE) n. 596/2014 in materia di abusi di mercato, ha previsto la modifica dell'articolo 116 del TUF – recante la delega regolamentare alla Consob per la disciplina degli emittenti diffusi – nei termini che seguono:

"*1. La Consob stabilisce con regolamento i criteri per l'individuazione degli emittenti strumenti finanziari che, ancorché non quotati in mercati regolamentati italiani, siano diffusi tra il pubblico in misura rilevante.*
1-bis. Gli emittenti indicati al comma 1 informano, quanto prima possibile, il pubblico dei fatti non di pubblico dominio concernenti direttamente detti emittenti e che, se resi pubblici, potrebbero avere un effetto significativo sul valore degli strumenti finanziari di propria emissione. Con il medesimo regolamento di cui al comma 1, la Consob stabilisce le modalità di informazione del pubblico e i casi di esenzione dall'osservanza dei predetti obblighi informativi, qualora gli emittenti siano comunque tenuti agli obblighi previsti dal regolamento (UE) n. 596/2014.
2. Agli emittenti indicati al comma 1 si applicano gli articoli 114, commi 5 e 6, e 115, nonché le disposizioni della parte IV, titolo III, capo II, sezione VI, ad eccezione degli articoli 157 e 158"[19].

---

[18] Di cui si riporta il testo:
"1. Sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani i quali, contestualmente:
a) abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%;
b) non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'articolo 2435-*bis*, primo comma, del codice civile.
2. I limiti di cui al comma precedente si considerano superati soltanto se le azioni alternativamente:
- abbiano costituito oggetto di un'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio;
- abbiano costituito oggetto di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato, anche rivolto a soli investitori qualificati come definiti ai sensi dell'articolo 34-*ter*, comma 1, lettera *b*);
- siano o siano state negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione con il consenso dell'emittente o del socio di controllo ovvero siano state ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati e successivamente siano state oggetto di revoca;
- siano emesse da banche e siano acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze".

[19] Il citato decreto reca, inoltre, una disposizione transitoria secondo cui: "*Fino alla data di entrata in vigore della disciplina emanata dalla Consob ai sensi dell'articolo 116, comma 1-bis, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come modificato dal presente decreto, gli emittenti strumenti finanziari diffusi comunicano al pubblico, senza indugio, le informazioni indicate nel medesimo articolo 116, comma 1-bis, come modificato dal presente decreto, secondo le modalità e i termini stabiliti, per tali emittenti, dalle disposizioni emanate dalla Consob, prima dell'entrata in vigore del presente decreto, in attuazione dell'articolo 114 del citato decreto legislativo n. 58 del 1998*".

La novella legislativa, nel prevedere un obbligo di informazione verso il pubblico dei "(…) *fatti non di pubblico dominio concernenti direttamente detti emittenti e che, se resi pubblici, potrebbero avere un effetto significativo sul valore degli strumenti finanziari di propria emissione* (…)", si pone in linea di continuità con l'informativa su "*eventi e circostanze rilevanti*" già contenuta nel RE; tale obbligo di informativa verso il pubblico, infatti, è nella sostanza analogo a quello allora previsto nella versione originaria del TUF, prima del recepimento della direttiva 2003/6/CE (MAD).

Peraltro, i casi di esenzione dagli obblighi informativi su fatti rilevanti riguardano sia gli emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati di altri Paesi (per i quali è attualmente prevista un'apposita esenzione nell'art. 112 del RE), quanto gli emittenti già soggetti alle disposizioni di MAR (es. emittenti diffusi i cui titoli siano scambiati su un MTF o un OTF), per i quali l'art. 109, comma 3, del RE, già prevede una fattispecie di esenzione.

Da ciò consegue la necessità di apportare talune modifiche alle disposizioni di cui agli articoli 109 e 109-*ter* del RE, al fine di coordinare il testo delle citate disposizioni alle modifiche intervenute sul TUF, modificando – oltre alla rubrica dell'articolo 109 – i richiami contenuti nelle citate disposizioni, onde fare riferimento esclusivamente ai "*fatti*" come definiti dall'art. 116, comma 1-*bis* del TUF[20]. Trattandosi di modifiche di carattere testuale non occorre che le stesse siano sottoposte alla consultazione del mercato. Per un'analisi delle modifiche apportate si rinvia all'articolato.

i) Aggiornamento dell'elenco

L'acquisto o la perdita dello *status* di emittente diffuso consegue *ope legis*, rispettivamente, alla sussistenza o alla perdita dei requisiti quali-quantitativi di cui all'art. 2-*bis* del RE. Pertanto, la predisposizione dell'elenco da parte della Consob non assume alcuna valenza costitutiva ai fini dell'attribuzione o meno di detta qualifica in capo ad una società, assolvendo piuttosto a una funzione meramente ricognitiva e conoscitiva per il pubblico.

Dalla natura meramente dichiarativa dell'accertamento compiuto dalla Consob discende che gli obblighi gravanti sugli emittenti titoli diffusi sorgono o vengono meno nei tempi previsti dai commi 1 e 4 dell'art. 108 del RE[21] e non al momento della pubblicazione dell'elenco aggiornato.

---

[20] Pertanto, nel testo dell'articolo 109, comma 1, del RE, è stato abrogato il riferimento a un "*complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati*" (che testualmente riprende quanto previsto dall'articolo 2, paragrafo 2, della Direttiva 2003/124/CE, secondo cui: "*Gli Stati membri dispongono che si ritenga che gli emittenti abbiano ottemperato alle disposizioni dell'articolo 6, paragrafo 1, primo comma, della direttiva 2003/6/CE, quando, al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati, gli emittenti abbiano informato senza indugio il pubblico*"). Tale disciplina rilevava per definire la tempistica di pubblicazione delle "informazioni privilegiate", mentre la nozione di "fatto", attualmente prevista dall'art. 116, comma 1-*bis*, del TUF, come modificato dal citato d.lgs. n. 107/2018, rende superflua tale specificazione.

[21] Ai sensi dell'art. 108, comma 1, del RE, "*gli emittenti si considerano emittenti strumenti finanziari diffusi, ai fini dell'applicazione di tutti gli obblighi previsti dal Testo unico, dall'inizio dell'esercizio sociale successivo a quello nel corso del quale si sono verificate le condizioni previste dall'articolo 2-bis fino alla chiusura dell'esercizio sociale in cui*

Sulla scorta di tali considerazioni si è ritenuto necessario apportare talune modifiche all'art. 108, comma 5, del RE, in tema di pubblicazione dell'elenco degli emittenti diffusi, per consentirne l'aggiornamento in via continua, con la pubblicazione sul sito internet della Consob della notizia dell'acquisto (o della perdita) della qualifica di emittente diffuso pervenuta all'autorità, con beneficio per la tempestiva informazione del pubblico.

L'aggiornamento dell'elenco, infatti, è effettuato tenendo conto delle comunicazioni inviate dagli emittenti strumenti finanziari diffusi, ai sensi del comma 2 dell'art. 108 del RE, concernenti l'acquisto o la perdita dei requisiti indicati dall'art. 2-*bis* del RE (secondo i modelli di comunicazione contenuti nell'Allegato 3 del RE).

- *Osservazioni e valutazioni*

Nel contributo di **Governance & Compliance**, pur convenendo sul fatto che la pubblicazione nell'elenco non abbia valore costitutivo per assumere la qualifica di emittente diffuso, non si concorda con la citata modifica del comma 5 dell'art. 108 del RE, in quanto ciò appare frutto una sorta di *deregulation* che contrasta con la "certezza della sussistenza dei presupposti".

In particolare, secondo quanto riportato nel contributo in esame, è necessario che la qualifica di emittente diffuso non venga lasciata al libero arbitrio della società emittente, ma riceva una "forma di investitura ufficiale" da parte dell'Autorità di vigilanza.

Al riguardo, si rappresenta che non si è ritenuto di condividere tali osservazioni per i motivi anzidetti. Come detto, la disciplina in esame risponde a un criterio di auto-responsabilità dell'emittente, tenuto ad effettuare la comunicazione alla Consob, in capo alla quale resta il potere di *enforcement* sul rispetto degli obblighi di comunicazione e di trasparenza nei confronti del pubblico, previsti dalla disciplina in esame.

Da ultimo, con riferimento alle modalità di trasmissione delle comunicazioni inviate dagli emittenti strumenti finanziari diffusi ai sensi del comma 2 dell'art. 108 del RE, concernenti l'acquisto o la perdita dei requisiti indicati dall'art. 2-*bis* del RE, si rappresenta che il testo finale delle modifiche regolamentari prevede una modifica all'articolo 108, comma 2, del RE, volta a introdurre un apposito modello, di cui all'allegato "3G-*ter*", per la comunicazione del venir meno delle condizioni previste dall'articolo 2-*bis*. Con la delibera di modifica del RE, sono stati infine sostituiti i modelli contenuti negli allegati 3G e 3G-*bis*.

è stato accertato il venir meno di tali condizioni". Il successivo comma 4 prevede che "*in deroga al comma 1, gli emittenti i cui strumenti finanziari sono stati ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati si considerano diffusi a partire dal giorno successivo a quello di revoca di detta ammissione*".

ii) Qualificazione di emittenti diffusi di particolari società

- *Osservazioni e valutazioni*

Il contributo di **Galbiati, Sacchi e Associati**, in risposta alle domande poste nel documento di consultazione, si focalizza in particolare sulle tematiche relative alla qualificazione di emittente diffuso di particolari tipologie di società e, precisamente, di quelle in stato di crisi. Di tali osservazioni si è tenuto conto nel testo finale delle disposizioni regolamentari, cui si rinvia (cfr. allegato).

iii) Obblighi informativi degli emittenti diffusi

- *Osservazioni e valutazioni*

Nel contributo di **Assopopolari** si rappresentano elementi di contrarietà verso la proposta volta a prevedere l'obbligo per gli emittenti diffusi di diffondere al pubblico le informazioni richieste dagli art. 110 e 111 del RE ad almeno tre agenzie di stampa (rispetto alle due agenzie attualmente previste), di cui due a rilevanza nazionale, ferma restando la facoltà degli emittenti di avvalersi di uno SDIR al fine di ampliare il numero di soggetti che possono attingere all'informazione. In particolare, secondo quanto rappresentato nel citato contributo, la previsione di una rilevanza nazionale delle medesime agenzie risulterebbe non proporzionata per emittenti che, come molte banche popolari, operano prevalentemente in territori circoscritti spesso a livello provinciale.

Al riguardo, si rammenta che la richiamata proposta di modifica delle modalità di adempimento degli obblighi informativi per gli emittenti strumenti finanziari diffusi era stata formulata sulla base della considerazione che molti emittenti strumenti finanziari diffusi risultano essere negoziati su un MTF e, dunque, sono soggetti agli obblighi informativi previsti dal regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato ("MAR"), con particolare riferimento alla trasparenza delle informazioni privilegiate (art. 17 MAR).

Poiché tali emittenti non sono tenuti ad adottare il meccanismo di diffusione e stoccaggio previsto dalla direttiva 2004/109/CE, c.d. *Transparency* (previsto per i soli emittenti aventi valori mobiliari ammessi a negoziazione su mercati regolamentati), le Linee Guida Consob n. 1/2017, in materia di "Gestione delle informazioni privilegiate", coerentemente con quanto affermato dall'ESMA (*Final Report*, *Draft technical standards on the Market Abuse Regulation*, del 28 settembre 2015, ESMA/2015/1455), hanno fornito apposite indicazioni in ordine alle modalità con le quali gli emittenti strumenti finanziari negoziati in MTF possono adempiere agli obblighi di pubblicazione delle informazioni privilegiate, ove non dispongano di uno SDIR, suggerendo di trasmettere il comunicato via PEC ad un numero adeguato di *media* (tre, di cui due a rilevanza nazionale).

In considerazione di quanto sopra, si è ritenuto di confermare la proposta regolamentare (cfr. allegato), anche tenuto conto che, in un'ottica di tutela degli *stakeholders*, una distinzione basata sulla diversa rilevanza territoriale dell'attività svolta dai citati emittenti non appare giustificata. La

modifica regolamentare consente altresì di allineare lo "scalino" normativo tra emittenti diffusi ed emittenti diffusi negoziati su MTF, semplificando il quadro normativo.

Peraltro, non sussistono specifiche evidenze (né sono pervenute dalla consultazione) in ordine all'eccessiva onerosità degli adempimenti informativi richiesti, tali da far ritenere che gli stessi non siano proporzionati alla realtà degli emittenti interessati.

iv) Rapporto tra requisiti quantitativi e qualitativi per l'ingresso nella categoria degli emittenti diffusi

La disciplina degli "emittenti strumenti finanziari diffusi" è stata introdotta in Italia nel 1998 per effetto dell'emanazione del TUF, cui ha fatto seguito una disciplina di maggior dettaglio, dettata con la prima versione del regolamento emittenti, approvato dalla Consob nel 1999.

Successivamente, la riforma del diritto societario del 2003 ha modulato la disciplina applicabile agli emittenti azioni diffuse sulla falsariga di quanto previsto per le società quotate in un mercato regolamentato (in quanto entrambe riconducibili alle "*società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*", secondo la definizione di cui all'art. 2325-*bis*, cod. civ., e disp. att. 111-*bis*) , estendendo a tali emittenti le regole societarie volte - in particolare - a rafforzare la tutela delle minoranze azionarie.

All'indomani della riforma del 2003, la Consob ha ridefinito con maggiore dettaglio i criteri per l'individuazione della diffusione al pubblico, prevedendo:

i. <u>*requisiti quantitativi*</u> diversi e più pregnanti, relativi: *i)* alla percentuale minima distribuita presso gli azionisti di minoranza (5%) e *ii)* alle caratteristiche dimensionali, legando la qualifica di diffusione alla non "abilitazione" delle società alla redazione del bilancio in forma abbreviata concessa dall'art. 2435-*bis* del codice civile;

ii. <u>*requisiti qualitativi*</u>, affinché, fermi restando gli aspetti dimensionali, l'assunzione dello *status* di emittente con azioni diffuse non fosse riconducibile alla mera casualità, ma fosse invece ricollegabile ad una scelta della società, o di chi la controlla, di aprirsi al mercato dei capitali.

Si evidenzia che la fattispecie del collocamento espressamente citata nella norma non è limitata, ai fini che qui rilevano, all'ipotesi del ricorso ad intermediari autorizzati al servizio di investimento del collocamento, ai sensi della disciplina MiFID, ma integra una nozione più "ampia". Al riguardo si richiama la Comunicazione Consob n. DME/8022669 del 13-3-2008 ("*Quesito in materia di emittenti strumenti finanziari diffusi*") nella quale si rileva che: "(…) *Per la realizzazione di un "collocamento", infatti, non è necessario l'intervento di un intermediario collocatore, ben essendo configurabile un collocamento diretto da parte dell'emittente o di un soggetto offerente, che in tal caso svolge un'attività per conto proprio e non un servizio professionale nei confronti del pubblico: proprio l'uso della locuzione "in qualsiasi forma realizzato" fa riferimento, fra l'altro, a casi di tal genere*".

Tenuto conto della *ratio* della norma, l'interpretazione seguita dalla Consob è che i requisiti qualitativi debbano coesistere con quelli quantitativi, ma non occorre che tra le due categorie di requisiti vi sia una relazione causa-effetto. In sostanza, non si è ritenuta sussistente necessaria una stretta connessione funzionale tra i primi due commi dell'art. 2-*bis*[22], con la conseguenza che è stato riconosciuto lo *status* di emittente diffuso:
i) alle società le cui azioni, siano state in passato oggetto di un'offerta o collocamento e che successivamente vengano a maturare per altre ragioni i requisiti quantitativi;
ii) alle società che già disponevano dei requisiti quantitativi e successivamente hanno effettuato un'offerta al pubblico/collocamento a prescindere dal relativo esito.

Nel documento di consultazione è stata proposta, dunque, una modifica del testo regolamentare volta a chiarire che la qualifica di emittente diffuso, in presenza di un numero rilevante di azionisti, come indicato dall'articolo 2-*bis*, comma 1, lett. *a)*, discende dall'effettuazione di un'operazione di offerta/collocamento "*a prescindere dal relativo esito*".

- *Osservazioni*

In risposta al documento di consultazione sono pervenuti i contributi di n. 4 studi legali[23], che hanno dichiarato di formulare osservazioni su mandato di un "partecipante al mercato", e da parte di uno Studio legale[24], in relazione ad un caso concreto relativo alla qualificabilità di emittente azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante.

Tali rispondenti hanno manifestato perplessità circa la soluzione proposta nel documento di consultazione. In particolare, secondo quanto sinteticamente rappresentato nelle risposte alla consultazione affinché una società possa acquisire la qualifica di emittente diffuso, si ritiene che il requisito quantitativo debba essere maturato unicamente per effetto di uno dei requisiti qualitativi.

---

[22] Di cui si riporta il testo:
"1. Sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani i quali, contestualmente:
a) abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%;
b) non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'articolo 2435-*bis*, primo comma, del codice civile.
2. I limiti di cui al comma precedente si considerano superati soltanto se le azioni alternativamente:
- abbiano costituito oggetto di un'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio;
- abbiano costituito oggetto di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato, anche rivolto a soli investitori qualificati come definiti ai sensi dell'articolo 34-*ter*, comma 1, lettera *b*);
- siano o siano state negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione con il consenso dell'emittente o del socio di controllo ovvero siano state ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati e successivamente siano state oggetto di revoca;
- siano emesse da banche e siano acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze".
[23] Freshields Bruckaus Deringer LLP; prof. Mario Cera; Gatti, Pavesi, Bianchi; prof. Francesco Vella.
[24] Bussoletti, Nuzzo e Associati.

La modifica proposta determinerebbe dunque a giudizio dei rispondenti un allargamento della definizione, distonico con la *ratio* stessa della disciplina, finendo per recidere il collegamento tra i primi due commi dell'art. 2-*bis* del RE.

Si soggiunge, inoltre, che la novella potrebbe comportare taluni problemi di diritto intertemporale, in quanto non sarebbe chiaro a quando si dovrebbe risalire per valutare "l'esito" della presunta operazione di collocamento.

- *Valutazioni*

Come sopra illustrato, si ritiene che i requisiti qualitativi debbano coesistere con quelli quantitativi senza necessità che siano strettamente collegati a questi da una relazione causa-effetto.

Quanto sopra premesso, tenuto anche conto delle istanze provenienti dalla consultazione, si è ritenuto di chiarire maggiormente, sulla base di criteri oggettivi, la relazione intercorrente tra i requisiti quantitativi e qualitativi.

In particolare, ai fini dell'assunzione dello *status* di emittente diffuso è stato previsto che:
a) l'operazione di apertura al capitale (requisito qualitativo) debba essere temporalmente collegata al raggiungimento dei limiti quantitativi nel senso che deve essere anteriore di non più di 24 mesi, o successiva al raggiungimento dei limiti quantitativi. In tal modo si esclude la rilevanza di operazioni temporalmente molto distanti dall'ampliamento della compagine azionaria e tali da far venir meno il presupposto della volontarietà della diffusione;
b) tale operazione di apertura del capitale, ove rappresentata da un'offerta al pubblico, debba essere divenuta efficace, chiarendosi in tal modo la irrilevanza di operazioni, che, in quanto non andate a buon fine, non hanno avuto alcun impatto sulla diffusione delle azioni.

Quanto invece al termine di 24 mesi, decorrenti dalla data di effettuazione dell'operazione di apertura del capitale e fino al maturare anche del requisito quantitativo (superamento della soglia dei 500 azionisti), esso è stato ricavato dalla sommatoria:

- del termine pari a dodici mesi previsto sia per la validità del prospetto d'offerta (art. 10 del RE) durante il quale può aver luogo l'offerta, sia in tema di rivendita sistematica degli strumenti finanziari a soggetti diversi dagli investitori qualificati (art. 100-bis, comma 2, TUF), e

- del termine pari a un anno, previsto dall'articolo 97, comma 4, del TUF, decorrente dalla fine del periodo di offerta, per l'esercizio del potere della Consob di richiedere la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti agli acquirenti o sottoscrittori dei prodotti finanziari oggetto di precedente offerta, o nei confronti di coloro per i quali vi è fondato sospetto che svolgano, o abbiano svolto, un'offerta al pubblico in violazione dell'obbligo di prospetto.

Tale soluzione conferma l'orientamento sino ad ora seguito secondo cui non deve necessariamente sussistere un nesso di diretta conseguenzialità tra offerta/collocamento e base azionaria, ma al contempo crea un legame temporale tra i due requisiti e chiarisce che nei casi in cui l'offerta non sia

divenuta efficace (ad esempio a causa del mancato avveramento di una condizione) il requisito "qualitativo" non sussiste e dunque l'emittente non acquisisce la qualifica di diffuso.

e) Emittenti diffusi ed equity crowdfunding

- *Osservazioni e valutazioni*

In sede di risposta alla consultazione la società **Satispay** ha rappresentato che, dopo i recenti interventi di ampliamento dell'ambito di applicazione della disciplina sull'*equity crowdfunding*, il rischio di interferenze con la disciplina sugli emittenti diffusi è diventato concreto, rappresentando, per le società che si sono avviate su un percorso di crescita, un forte disincentivo al ricorso a tale modalità di ricerca di fonti di finanziamento, alternativa ai canali tradizionali. Ciò anche in considerazione dell'ampliamento della possibilità di ricorso a tale canale di finanziamento per tutte le società "PMI", siano esse costituite in forma di Srl o di Spa[25]. Analoghe osservazioni sono pervenute, in risposta alla consultazione, da parte **dell'Associazione Italiana *Equity Crowdfunding*** ("AIEC").

Al riguardo, si rappresenta che la semplice effettuazione di offerte di titoli azionari tramite portali per la raccolta di capitali *on-line* non dovrebbe di per sé rappresentare elemento sufficiente ad integrare il requisito qualitativo *ex* articolo 2-*bis*, comma 2, del RE, richiesto per l'assunzione della qualifica di emittente diffuso. Infatti, le società che effettuano un'offerta sugli anzidetti portali non sono soggette alle disposizioni in materia di offerte pubbliche di sottoscrizione e vendita, in quanto tali offerte non possono avere un controvalore superiore a 5 milioni.

Inoltre, le offerte mediante portali di *equity crowdfunding* rappresentano una forma di sollecitazione del tutto peculiare per la natura dei soggetti coinvolti, per le modalità di effettuazione e per le regole applicabili a tali emittenti[26].

La riconduzione delle offerte tramite portali *on-line* ai requisiti che concorrono a determinare lo *status* di emittente diffuso non sarebbe inoltre coerente con la *ratio* ispiratrice di tale disciplina volta a creare una regolamentazione proporzionata in grado di favorire, entro predeterminati limiti, l'accesso delle PMI al capitale di rischio garantendo al contempo adeguati presidi di tutela degli investitori. Tra l'altro, la disciplina degli emittenti diffusi, sarebbe applicabile solo alle PMI costituite in forma di SpA e non a quelle costituite in forma di Srl che rappresentano la stragrande maggioranza delle imprese che fanno ricorso all'*equity crowdfunding*.

[25] Per effetto delle modifiche introdotte dall'art. 57, comma 1, del decreto-legge 24 aprile 2017, n. 50 (come convertito dalla legge 21 giugno 2017, n. 96).

[26] Si vedano ad esempio: le regole di condotta gravanti sul gestore del portale; il *set* informativo messo a disposizione degli investitori per ciascuna offerta; la necessaria sottoscrizione di una quota dei titoli offerti da parte di un investitore qualificato o di un investitore a supporto delle piccole e medie imprese, il diritto di recesso o di co-vendita in caso di mutamento del controllo).

Anche al fine di chiarire tale aspetto, pertanto, nel testo regolamentare è stata inserita la precisazione che le offerte pubbliche che integrano il requisito qualitativo necessario per l'acquisizione dello *status* di emittente diffuso sono solo quelle per le quali è stato pubblicato un prospetto informativo ai sensi dell'attuale disciplina del TUF (artt. 94 e 100) e del RE (articolo 34-*ter*), con esclusione quindi delle offerte azionarie realizzate tramite portali *on-line*, le quali sono sotto la soglia quantitativa all'uopo prevista.

4. Ulteriori modifiche regolamentari

Il decreto legislativo n. 25 del 15 febbraio 2016 ha introdotto nel nostro ordinamento la distinzione fra ammissione alla quotazione e ammissione alle negoziazioni, modificando l'art. 62, comma 2, del TUF al fine di prevedere che: "*(…) il regolamento del mercato determina: (…) a-bis) le condizioni e le modalità di ammissione alla quotazione, nonché quelle relative all'ammissione alle negoziazioni degli strumenti finanziari e alla loro esclusione e sospensione dalla quotazione e dalle negoziazioni*".

Il TUF, prima di tale modifica, disciplinava un unico processo, l'ammissione alle negoziazioni. A seguito delle modifiche introdotte nel TUF dal decreto legislativo n. 129 del 3 agosto 2017, la citata disposizione è ora contenuta nel nuovo art. 64-*quater*, comma 4, lett. *b)*, del TUF, che dispone che "*Il regolamento del mercato determina quantomeno: (…) b) le condizioni e le modalità di ammissione alla quotazione e alle negoziazioni (…) degli strumenti finanziari*".

Il medesimo decreto legislativo n. 129/2017 (in vigore il 3 gennaio 2018) ha altresì apportato un intervento di coordinamento all'art. 64 del TUF (ora art. 66-*ter*, comma 6) relativo ai poteri della Consob rispetto al provvedimento di ammissione al mercato regolamentato adottato dal gestore del mercato, in forza del quale la Consob: "*a) può vietare l'esecuzione delle decisioni di ammissione alla quotazione (…) entro cinque giorni di mercato aperto dal ricevimento della comunicazione di cui al comma 3* [del gestore di una sede di negoziazione] *se, sulla base degli elementi informativi diversi da quelli valutati, ai sensi del regolamento del mercato, dal gestore del mercato nel corso della propria istruttoria, ritiene la decisione contraria alle finalità di cui all'articolo 62, comma 12*".

Peraltro, Borsa Italiana ha rimosso dal proprio regolamento il giudizio di ammissibilità, nel contesto della procedura di ammissione, nel caso di prospetto *equity* costituito da elementi distinti (prospetto tripartito), in quanto interamente assorbito nella nuova fase di ammissione alla quotazione.

Conseguentemente, la bozza della delibera di modifica del RE contiene alcune modifiche alle disposizioni in materia di prospetto (art. 52 e 66), volte a distinguere l'ammissione alle "negoziazioni" e l'ammissione alla "quotazione", nonché eliminare il riferimento al giudizio di ammissibilità, nonché taluni miglioramenti di carattere formale.

Inoltre, si è provveduto a eliminare la definizione di "*società di gestione del mercato*", di cui all'articolo 2 del RE, e a sostituire i richiami a tale definizione contenuti nello stesso regolamento e

nei relativi allegati, tenuto conto che la definizione in parola è stata sostituita da quella di "*gestore del mercato*" [cfr. articolo 1, comma 1, lettera *w-bis.7)*, del TUF], per effetto delle modifiche apportate dal citato decreto legislativo n. 129/2017.

5. Articolato

Per un'analisi del testo finale delle disposizioni regolamentari sopra illustrate si rinvia all'articolato in forma tabellare, allegato alla presente relazione.

III. INDICATORI CHE SARANNO UTILIZZATI AI FINI DELLA SUCCESSIVA REVISIONE DELL'ATTO

La Consob sottoporrà a revisione le disposizioni adottate in conformità a quanto previsto dall'art. 8 del Regolamento concernente i procedimenti per l'adozione di atti di regolazione generale ai sensi dell'art. 23 della legge 28 dicembre 2005, n. 262 e successive modificazioni, adottato con delibera n. 19654.

Ai fini della successiva revisione dell'atto, verrà analizzata la disciplina sulla trasparenza informativa con specifico riferimento all'assunzione della qualifica di PMI e alla perdita della stessa da parte degli emittenti interessati.

Con riguardo alla disciplina applicabile nei confronti degli emittenti strumenti finanziari diffusi saranno oggetto di analisi i criteri definitori della qualifica di emittente diffuso, anche alla luce dell'applicazione concreta degli stessi.