

Spettabile  
CONSOB  
Divisione Strategie Regolamentari  
Via G. B. Martini, n. 3  
00198 Roma

Milano, 23 gennaio 2018  
*A mezzo SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno*

**Oggetto: Documento di consultazione 24 novembre 2017 -  
“Proposte di modifica al Regolamento emittenti – Disposizioni attuative  
della definizione di emittenti azioni quotate «PMI» e modifiche della  
disciplina applicabile agli emittenti strumenti finanziari diffusi presso il  
pubblico in misura rilevante”. Osservazioni trasmesse dallo Studio  
Legale Galbiati, Sacchi e Associati**

Con riferimento al documento di consultazione in oggetto (il “**Documento di Consultazione**”), lo Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati ringrazia codesta Spettabile Commissione per la possibilità data di partecipare, mediante formulazione di osservazioni e commenti, alla consultazione indetta sulla proposta regolamentare in oggetto.

Come noto, con il “Decreto Competitività” del 2014, il Legislatore ha ritenuto utile introdurre nel TUIF una definizione di piccole e medie imprese emittenti azioni quotate, nonché una conseguente disciplina più flessibile volta, quanto meno nelle intenzioni del Legislatore, a promuovere e incentivare l’accesso al mercato dei capitali di rischio. Successivamente, il D.L 15 febbraio 2016, n. 25, di recepimento della direttiva *Transparency*, ha provveduto ad alcune modifiche dell’art. 1, comma 1, lett. *w-quater.1*, TUIF, attribuendo a Consob, per l’appunto, i poteri di attuazione in via regolamentare, di cui in oggetto.

In proposito, si auspica che quanto qui riportato possa essere di utilità ai fini dell’elaborazione del testo finale della proposta di normativa in consultazione.

Nel seguito provvediamo a rispondere ai quesiti elencati nel Documento di Consultazione, formulando alcune osservazioni ulteriori comunque connesse agli argomenti oggetto di consultazione.

Nel rimanere a disposizione per ogni chiarimento, indichiamo di seguito i nostri indirizzi e recapiti:

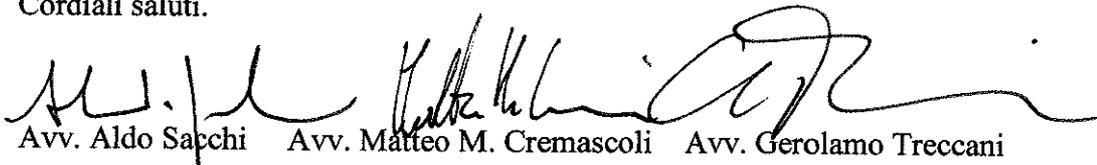
[aldo.sacchi@lexgsa.it](mailto:aldo.sacchi@lexgsa.it)

[matteo.cremascoli@lexgsa.it](mailto:matteo.cremascoli@lexgsa.it)

[gerolamo.treccani@lexgsa.it](mailto:gerolamo.treccani@lexgsa.it)

presso Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati, Via Durini 24, Milano,  
tel. +39.02.781673.

Cordiali saluti.



Avv. Aldo Sacchi    Avv. Matteo M. Cremascoli    Avv. Gerolamo Treccani

**RISPOSTE AI QUESITI DA Q1 A Q8 RIPORTATI NEL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE**

**A - Con riferimento alle disposizioni attuative della definizione di PMI**

***Q1) Si condividono i criteri proposti per il calcolo della capitalizzazione? Qualora siano proposti criteri diversi, si chiede di illustrarne le ragioni e le caratteristiche.***

**Q.1.1.** I criteri proposti da codesta Spettabile Commissione per il calcolo della capitalizzazione appaiono, nel complesso, certamente condivisibili.

A nostro avviso, potrebbe però essere oggetto di un'ulteriore riflessione quanto ipotizzato nel Documento di Consultazione con riguardo ai casi (i) di "società le cui azioni risultano di nuova ammissione alle negoziazioni", e (ii) di sospensioni delle negoziazioni.

In entrambe le fattispecie, infatti, la proposta di regolamentazione (cfr. Documento di Consultazione, pag. 14) prevede che la capitalizzazione si calcoli "sulla base del periodo di negoziazione disponibile".

Al riguardo, ci si chiede se non sia preferibile l'individuazione da parte di Consob di una soglia minima di "giorni di negoziazione" (in linea di principio anche diversa tra l'ipotesi di avvio alle negoziazioni in prossimità della chiusura di esercizio, rispetto al caso della sospensione) che consenta di attribuire alla capitalizzazione media una maggiore significatività.

Del resto, nel Documento di Consultazione si chiarisce che se "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 considerata ai fini dell'attribuzione o della perdita dello status di PMI che, pertanto, sarà determinata sulla base dei dati relativi al fatturato" (cfr. Documento di Consultazione, pag. 10).

La conclusione cui giunge Consob con riguardo all'assenza integrale di giorni di quotazione potrebbe allora trovare applicazione anche per quelle società i cui titoli siano stati "quotati" per un numero di giorni insufficienti a determinare una capitalizzazione media rappresentativa dell'apprezzamento del mercato per quel determinato emittente.

**Q.1.2.** Dalla richiamata affermazione del Documento di Consultazione (se "il titolo non abbia avuto alcun giorno di quotazione, la capitalizzazione non potrà essere considerata ai fini dell'attribuzione o della perdita dello

*status di PMI che, pertanto, sarà determinata sulla base dei dati relativi al fatturato*”) consegue poi un’ulteriore riflessione.

Nell’oggettiva assenza di una capitalizzazione media ci pare pacifico che l’unica possibilità per un emittente di assumere la qualifica di PMI dipenda dall’ammontare del suo fatturato. Meno chiaro, a nostro avviso, è invece il riferimento operato dal Documento di Consultazione con riguardo alla “perdita” dello *status* di PMI sempre nell’ipotesi di mancanza del dato relativo alla capitalizzazione.

In effetti, la norma di legge (art. 1, w-*quater*.1, del TUIF) dispone che “*non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato entrambi i predetti limiti per tre anni consecutivi*” (enfasi aggiunta).

È quindi nostra opinione che la norma di legge preveda il concreto superamento di entrambi i limiti per tre anni consecutivi e che dunque, in caso di impossibilità di determinare la capitalizzazione media a causa della sospensione, uno di detti limiti risulti a tutti gli effetti non superato. Ne conseguirebbe in tale ipotesi, ragionevolmente di scuola, che il soggetto rimarrebbe PMI.

Tutto ciò, del resto, in piena coerenza con quanto correttamente rilevato nel Documento di Consultazione (pag. 3), vale a dire che “*ai fini dell’acquisto della riferita qualifica [di PMI, n.d.r.], sia sufficiente il riscontro del limite relativo ad uno solo dei due parametri sopra indicati (o quello della capitalizzazione o del fatturato risultante dall’ultimo bilancio disponibile), mentre per la perdita di tale qualifica sia necessario il superamento dei limiti di entrambi i suddetti parametri per tre anni consecutivi*”.

**Q.1.3.** Pur non costituendo oggetto di specifico quesito, segnaliamo qui un commento anche in relazione al secondo parametro, vale a dire quello relativo alla determinazione del fatturato.

In particolare, sarebbe a nostro avviso da ritenere preferibile che le poste per il calcolo del fatturato relativo agli intermediari finanziari – e, specificatamente, alle banche quotate – fosse indicato direttamente da codesta Spettabile Autorità (eventualmente anche in coordinamento con Banca d’Italia), evitando così di attribuire alle “*società che ritengono di poter rientrare nella qualifica di PMF*” l’onere di “*calcolare il fatturato 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*”. Tutto ciò, ovviamente, con l’obiettivo di uniformare sin da subito le comunicazioni delle banche quotate interessate dalla definizione

di PMI<sup>(1)</sup>, a beneficio della chiarezza delle indicazioni da fornire al mercato, anziché lasciare tale attività di indirizzo e di precisazione ad una eventuale fase successiva.

**Q2) Si condivide la proposta regolamentare nella parte in cui prevede un unico arco temporale (l'esercizio sociale), ma due date di determinazione disgiunte? Si ritiene che possano esservi soluzioni alternative adeguate, in un'ottica di tutela degli investitori e di proporzionalità degli oneri?**

**Q.2.1.** È a nostro avviso opportuna e condivisibile la proposta di utilizzare un unico arco temporale per riscontrare la sussistenza dei due distinti parametri individuati dalla normativa (capitalizzazione e fatturato).

È altresì opportuna la previsione contenuta nella proposta regolamentare secondo la quale la Data di Determinazione (cfr. Documento di Consultazione, pag. 11) risulta differente per il calcolo del parametro della capitalizzazione media (data di chiusura dell'esercizio) e di quello del fatturato (data di approvazione del progetto di bilancio o del bilancio consolidato).

Ciò premesso, pare tuttavia utile evidenziare qui di seguito due aspetti applicativi che, a nostro avviso, possono presentare profili di interesse.

**Q.2.2.** Un primo aspetto concerne lo spazio temporale che intercorre, nell'attuale impostazione del Documento di Consultazione e della proposta regolamentare, tra (i) l'assunzione dello *status* di PMI e (ii) la diffusione della relativa informazione al mercato.

Il Documento di Consultazione, infatti, chiarisce che “dalla Data di Determinazione, qualora ricorra uno dei due presupposti richiesti, decorre il relativo regime previsto per le PMI, nonché l'applicazione degli obblighi informativi” (cfr. Documento di Consultazione, pag. 11). Gli obblighi informativi, per quanto qui rileva, prevedono che “l'emittente effettui la comunicazione alla Consob attestante il conseguimento della qualifica di PMP” e ciò “entro il termine di dieci giorni dalla Data di Determinazione” (cfr. Documento di Consultazione, pag. 13). Peraltro, la proposta regolamentare specifica che la comunicazione deve essere inviata a Consob entro “il decimo giorno di mercato aperto successivo alla data di chiusura dell'esercizio sociale” (capitalizzazione) e “il decimo giorno di mercato

---

(<sup>1</sup>) Il Documento di Consultazione richiede infatti alle PMI quotate di comunicare entrambi i valori (capitalizzazione di borsa e fatturato). L'ipotesi di banca tenuta al calcolo e alla trasmissione del fatturato per effetto di una capitalizzazione media inferiore alla soglia di Euro 500 milioni non rappresenta, nel nostro mercato di riferimento, un caso isolato.

*aperto successivo alla data di approvazione del progetto di bilancio ...*” (fatturato).

Ora, anche ipotizzando la massima tempestività di Codesta Spettabile Autorità nella pubblicazione delle informazioni ricevute dagli emittenti, rimane un periodo di tempo non trascurabile tra la Data di Determinazione (vale a dire il momento in cui la società acquisirebbe lo *status* di PMI) e la data di segnalazione al mercato (vale a dire la pubblicazione dell’elenco delle PMI aggiornato da parte di Consob, una volta ricevuta la comunicazione dell’emittente).

Posto che la qualificazione di un emittente come PMI o meno è certamente significativa per il mercato al fine del rispetto della disciplina (si consideri, ad esempio, l’obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, che passa dal 3% al 5% per le PMI), sarebbe a nostro avviso opportuno eliminare ogni possibile fonte di incertezza per gli operatori.

In quest’ottica risulterebbe dunque preferibile che (i) lo *status* di PMI si acquisisca nel momento della comunicazione a Consob della sussistenza del parametro in grado di far attribuire all’emittente detto *status*; (ii) la comunicazione a Consob debba essere effettuata entro 10 giorni di mercato aperto dalla Data di Determinazione, nonché (iii) dell’avvenuto invio della comunicazione a Consob, in caso di attribuzione o del venir meno della qualifica di PMI, sia data immediata comunicazione al mercato.

In questo modo, a nostro avviso, e con ciò anticipando anche la risposta al Quesito *sub* Q4, gli azionisti e gli operatori di mercato sarebbero prontamente in grado di mettere in atto gli adempimenti imposti loro dalla normativa applicabile e conseguenti all’attribuzione all’emittente, o al venir meno in capo allo stesso, dello *status* di PMI<sup>(2)</sup>.

**Q.2.3.** Un secondo profilo, in realtà di affinamento del comma 4 della proposta regolamentare, che merita a nostro avviso di essere segnalato riguarda la previsione secondo cui la “*comunicazione [a Consob] dovrà fornire entrambi i dati relativi alla capitalizzazione e al fatturato, così come determinati dalla società, in modo da consentire all’Autorità di disporre di dati aggiornati ed omogenei, rilevanti anche in chiave di vigilanza e di*

---

<sup>(2)</sup> Si pensi, solo a titolo di esempio, al titolare di una partecipazione pari al 4% di una PMI che perda detto requisito. Tale azionista sarebbe chiamato tempestivamente ad effettuare la comunicazione sulle partecipazioni rilevanti conseguente alla riduzione “automatica” della soglia applicabile dal 5% al 3%. Analogamente si pensi al caso di un patto parasociale che riunisca il 4,99% del capitale sociale di una PMI e l’emittente si trovi a perdere detta qualifica con conseguente obblighi di comunicazione di cui all’art. 122 TUIF al superamento del 3%.

*monitoraggio dell'evoluzione prospettica della specifica categoria di emittenti"* (cfr. Documento di Consultazione, pag. 11).

La proposta regolamentare, analogamente, prevede che *"gli emittenti comunicano alla Consob l'acquisto della qualifica di PMI [...], incluse le informazioni relative alla capitalizzazione e al fatturato, indicando i relativi valori, nonché le componenti che hanno concorso alla determinazione del valore del fatturato. La comunicazione è effettuata:*

*a) per il criterio della capitalizzazione, entro il decimo giorno di mercato aperto successivo alla data di chiusura dell'esercizio sociale; o*

*b) per il criterio del fatturato, entro il decimo giorno di mercato aperto successivo alla data di approvazione del progetto di bilancio di esercizio, o, per le società che abbiano adottato il sistema di amministrazione e controllo dualistico, del bilancio di esercizio, o, se redatto, del bilancio consolidato"* (cfr. Documento di Consultazione, pag. 15).

Al riguardo, la comunicazione a Consob predisposta dall'emittente che abbia constatato nell'esercizio precedente una capitalizzazione media inferiore ai 500 milioni (da inviare dunque entro il decimo giorno di mercato aperto del mese di gennaio<sup>(3)</sup>) non può ovviamente contenere anche i dati relativi al fatturato riferiti al medesimo esercizio (disponibili ragionevolmente nei mesi di febbraio o marzo).

Si ritiene quindi auspicabile un intervento sul dato letterale della proposta regolamentare finalizzato a chiarire che (i) in caso di acquisto della qualifica di PMI a seguito della verifica del parametro della capitalizzazione media, l'emittente è comunque tenuto a comunicare a Consob, con successivo invio, i dati relativi al fatturato entro il termine previsto per la determinazione dell'ammontare del fatturato<sup>(4)</sup>. Ovviamente, tale precisazione non trova applicazione né (i) nel caso di acquisto dello *status* di PMI in funzione del parametro del fatturato (in quanto alla data della relativa verifica, il valore della capitalizzazione media è certamente già disponibile), né (ii) per la comunicazione sul venir meno della qualifica di PMI che, presupponendo il superamento di entrambi i limiti (capitalizzazione e fatturato) per tre esercizi consecutivi, non potrà che essere effettuata in occasione dell'approvazione del progetto di bilancio.

---

<sup>(3)</sup> Il riferimento è ad un emittente con esercizio sociale che chiude al 31 dicembre.

<sup>(4)</sup> Vale a dire *"entro il decimo giorno di mercato aperto successivo alla data di approvazione del progetto di bilancio di esercizio, o, per le società che abbiano adottato il sistema di amministrazione e controllo dualistico, del bilancio di esercizio, o, se redatto, del bilancio consolidato"* (cfr. Documento di Consultazione, pag. 15).

**Q3) Si condivide la proposta regolamentare che consente di considerare come PMI le società in corso di quotazione, in base alla capitalizzazione presunta (oltreché al fatturato rapportato su base annua)?**

**Q.3.1.** La proposta regolamentare, fatta salva l'osservazione che segue, deve a nostro modo essere ritenuta condivisibile. Ciò in quanto, tra l'altro, l'articolo 106, comma 1-ter, TUIF prevede che gli statuti delle PMI possono prevedere una soglia per l'OPA obbligatoria diversa dal 30%, *“comunque non inferiore al venticinque per cento né superiore al quaranta per cento”*. Una simile rilevante opzione potrebbe infatti essere esercitata da una quotanda solo potendo *“ipotizzare” ex ante* la propria capitalizzazione al termine del positivo processo di IPO, così come infatti previsto nella proposta regolamentare.

Si sottolinea in proposito come il procedimento *“inverso”* (vale a dire (i) completamento dell'IPO, (ii) quotazione, (iii) riscontro del parametro della capitalizzazione e (iv) quindi inserimento in statuto di una soglia diversa per l'OPA obbligatoria) comporterebbe la necessaria attribuzione, ai sensi art. 106, comma 1-ter, TUIF, del diritto di recesso in capo ai soci dell'emittente che non dovessero concorrere all'approvazione della modificazione statutaria, con un evidente impatto sulla percorribilità in concreto di una simile ipotesi<sup>(5)</sup>.

**Q.3.2.** Fermo quanto precede, si segnala che il comma 3 della proposta regolamentare si riferisce agli emittenti che *“hanno richiesto o autorizzato per la prima volta l'ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano delle proprie azioni”* e che, in tal caso, *“l'acquisto della qualifica di PMI è verificato sulla base del valore della capitalizzazione, da calcolarsi come media fra il prezzo massimo e il prezzo minimo dell'offerta svolta, in qualsiasi forma, nell'ambito del processo di ammissione alle negoziazioni, come riportati nel prospetto di ammissione alle negoziazioni”* (cfr. Documento di Consultazione, pag. 15).

La proposta regolamentare pare pertanto presupporre che il prospetto di quotazione contenga necessariamente anche un prezzo di offerta e che, dunque, si sia in presenza di un prospetto anche di sollecitazione e non solo di quotazione. Per chiarezza, potrebbe allora essere specificato che *“l'acquisto della qualifica di PMI è verificato [, ove possibile,] sulla base*

---

<sup>(5)</sup> Analoghe considerazioni possono valere anche con riguardo facoltà di *opt-out* statutario dell'obbligo di OPA da consolidamento per il periodo di cinque anni dalla quotazione. Qui tuttavia manca, a livello di espressa indicazione normativa, il richiamo al diritto di recesso in capo ai soci dissenzienti in caso di esercizio dell'*opt-out* successivo all'avvio delle quotazioni.

*del valore della capitalizzazione, da calcolarsi come media fra il prezzo massimo e il prezzo minimo dell'offerta svolta, in qualsiasi forma, nell'ambito del processo di ammissione alle negoziazioni, come riportati nel prospetto di ammissione alle negoziazioni".*

Coerentemente, potrebbe essere anche utile chiarire le modalità di acquisizione della qualifica di PMI ove il dato di capitalizzazione non fosse desumibile dal prospetto di quotazione.

Una precisazione ulteriore potrebbe poi essere espressamente inserita per i casi di passaggio da un sistema multilaterale di negoziazione autorizzato da Consob ad un mercato regolamentato.

**Q4) *Si ritiene adeguato, in un'ottica di tutela degli investitori e di proporzionalità degli oneri, il regime informativo previsto nei confronti del pubblico in relazione all'acquisto della qualifica di PMI?***

**Q.4.1.** Per le considerazioni già sopra illustrate a e cui si rinvia (paragrafo Q.2.2.), è nostra opinione che sia necessario prevedere un obbligo di comunicazione al mercato in occasione della comunicazione dell'emittente a Consob di acquisizione dello *status* di PMI e in occasione del venir meno di tale *status*.

**Q.4.2.** Inoltre, tenuto conto delle difficoltà interpretative che hanno sin qui caratterizzato la materia, sarebbe preferibile a nostro avviso che la comunicazione a Consob in sede di prima attuazione (cfr. Documento di Consultazione, pag. 12) fosse affiancata dal contestuale comunicato al mercato circa (i) la sussistenza dello status di PMI e (ii) ove in concreto presente, il superamento di entrambi i requisiti con indicazione della relativa ricorrenza (un esercizio o due esercizi).

Un simile obbligo informativo consentirebbe al mercato di avere un quadro completo e aggiornato non solo sull'elenco delle PMI, ma anche degli emittenti che potrebbero, a breve, perdere tale qualificazione a seguito del superamento dei parametri per tre esercizi consecutivi.

**Q5) *Con riferimento all'informativa da riportare nella relazione sul governo societario, sono sufficienti gli elementi minimi individuati, oppure ne possono essere suggeriti ulteriori?***

Con riferimento alle informazioni da includere nella relazione sul governo societario, la proposta regolamentare prevede al comma 3 di includere "le informazioni relative all'acquisto della qualifica di PMI, indicando il valore della capitalizzazione e del fatturato" (cfr. Documento di Consultazione, pag. 15).

Al riguardo, pare a nostro avviso che la proposta regolamentare debba essere estesa per dare evidenza dell'eventuale "grado" di avvicinamento alla possibile cessazione dello *status* di PMI.

In particolare, dovrebbe essere richiesto un obbligo di informativa ulteriore agli emittenti che nell'esercizio oggetto del bilancio in questione (e dunque l'ultimo esercizio) abbiamo superato entrambi i parametri (capitalizzazione e fatturato) previsti dalla norma in relazione allo *status* di PMI.

Tali emittenti, infatti, dovrebbero completare il quadro informativo della relazione sul governo societario segnalando se si tratta del primo anno di superamento di entrambi i valori oppure del secondo anno consecutivo.

Questa precisazione consentirebbe di creare un adeguato *alert* sul mercato (e presso l'Autorità di Vigilanza) in relazione al possibile venir meno, nell'esercizio successivo, della qualifica di PMI.

***Q6) Si ritiene adeguato prevedere in via regolamentare, in un'ottica di tutela degli investitori e di proporzionalità degli oneri, uno specifico obbligo di comunicazione al pubblico, in aggiunta alla pubblicazione delle predette informazioni nella relazione sul governo societario?***

Fermo quanto esposto in relazione ai precedenti Quesiti *sub* Q4 e Q5, non sembrano ravvisabili, a nostro avviso, ragioni ulteriori per giustificare obblighi di pubblicità aggiuntivi in capo alle società interessate dalla definizione di PMI.

#### **B - Con riferimento alla disciplina applicabile agli emittenti diffusi**

***Q7) Si ritiene appropriato escludere le società in concordato preventivo in continuità "indiretta" dalla categoria degli emittenti diffusi ?***

**Q.7.1.** In caso di concordato preventivo con continuità indiretta, l'esclusione della *old legal entity* appare a nostro avviso coerente con quanto rilevato nel Documento in Consultazione in ordine al fatto che l'esercizio dell'attività d'impresa interverrà, di norma, per il tramite di una *good company* (cfr. Documento di Consultazione, pagg. 20 e 21). In caso di concordato preventivo con continuità indiretta, infatti, l'azienda in esercizio (o parti di essa) viene ceduta oppure conferita in una o più società *in bonis*. Ed anche l'eventuale affitto di azienda – a prescindere dagli orientamenti dottrinali e giurisprudenziali che si registrano circa la sua ammissibilità ai fini del concordato in continuità – è di regola prodromico alla futura cessione dell'azienda.

In caso di concordato con continuità indiretta, la *old legal entity* cesserà quindi in sostanza lo svolgimento dell'attività caratteristica dell'impresa, restando destinataria dei flussi economico-finanziari che le competeranno in ragione del trasferimento di azienda (e/o dell'affitto prodromico a detta cessione).

In definitiva, sotto il profilo degli obblighi di informativa, si ritiene pertanto ragionevole l'esclusione, a seguito dell'omologazione, delle società in concordato preventivo in continuità "indiretta" dalla categoria degli emittenti diffusi, prospettata nella proposta regolamentare.

In linea più generale, tuttavia, parrebbe altresì opportuno che, nell'analisi dell'impatto conseguente al venire meno della qualificazione di emittenti diffusi, vengano tenuti in debito conto da parte dell'Autorità di Vigilanza anche gli aspetti connessi alle disposizioni civilistiche applicabili<sup>(6)</sup> a tali emittenti. Nel caso del concordato liquidatorio (ed anche in quello con continuità indiretta), infatti, verrebbe meno la qualificazione di emittente diffuso e, di conseguenza, diverrebbero inapplicabili anche tutte le specifiche disposizioni codicistiche, incluse quelle relative all'organo assembleare, e i relativi presidi, previsti per le società che fanno appello al mercato del capitale di rischio.

**Q.7.2.** Per completezza, pare utile segnalare come i medesimi argomenti potrebbero essere presi in considerazione, in linea di principio, anche nel caso di concordato c.d. misto, nel quale, come noto, all'esercizio dell'azienda in continuità, anche indiretta, si somma la liquidazione dei beni. In tale ipotesi, infatti, la continuazione dell'attività, da un lato, e gli atti liquidatori, dall'altro lato, avverranno secondo le rispettive regole e dinamiche concordatarie, ma, in ogni caso, senza che la *old legal entity* prosegua concretamente nella propria attività caratteristica.

**Q7-bis) *Si ritiene che possano esservi ulteriori semplificazioni per gli emittenti in stato di crisi, ammessi a procedura concorsuale, rispetto a quanto proposto con il presente documento?***

**Q.7-bis.1.** Non sembrano ravvisabili ulteriori fattispecie che possano determinare il venire meno della qualifica di emittenti strumenti diffusi

---

<sup>(6)</sup> Per la definizione di "*società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*" il codice civile (art. 2325-bis, comma 1) si riferisce infatti agli emittenti aventi "*azioni quotate in mercati regolamentati*" o "*diffuse fra il pubblico in misura rilevante*". Tale ultima categoria è individuata ai sensi dell'art. 2-bis del Regolamento Emittenti Consob per effetto del rinvio disposto dall'art. 111-bis delle Disposizioni per l'attuazione e transitorie del codice civile all'art. 116 TUIF.

rispetto a quelle contenute nella proposta regolamentare (nuovo comma 3-*bis*).

Tuttavia, potrebbe essere oggetto di valutazione da parte dell'Autorità un chiarimento relativo al momento concreto in cui, nelle ipotesi previste dal nuovo comma 3-*bis*, l'emittente cessa di essere qualificato come diffuso. In altri termini, ci si chiede se, anche al verificarsi delle fattispecie di cui al comma 3-*bis*, le società si considerano emittenti strumenti finanziari diffusi *“fino alla chiusura dell'esercizio sociale nel quale è stato accertato il venire meno [delle] condizioni”* previste dall'art. 2-*bis* del Regolamento Emittenti (cfr. art. 108, comma 1, Regolamento Emittenti).

**Q.7-bis.2.** Con riferimento all'elenco del nuovo comma 3-*bis*, pare qui utile, per mera completezza, evidenziare che nel Documento di Consultazione è previsto che non siano più qualificate come emittenti diffusi le società sottoposte alla procedura di amministrazione straordinaria *“dalla data del decreto che dispone la cessazione dell'attività di impresa”*.

La proposta regolamentare pare riferirsi specificamente all'ipotesi in cui la procedura di amministrazione straordinaria intervenga tramite *“la cessione dei complessi aziendali, sulla base di un programma di prosecuzione dell'esercizio dell'impresa di durata non superiore ad un anno”*, ai sensi dell'art. 27, lett. a), d.lgs. 270/1999 (e, analogamente, ai sensi dell'art. 27, lett. b-*bis*)).

In effetti, l'art. 73, d.lgs. 270/1999, prevede che nei *“casi in cui è stato autorizzato un programma di cessione dei complessi aziendali, se nel termine di scadenza del programma originario o prorogato a norma dell'art. 66 è avvenuta la integrale cessione dei complessi stessi, il Tribunale, su richiesta del Commissario Straordinario o d'ufficio, dichiara con decreto la cessazione dell'esercizio dell'impresa”*.

Si ritiene, pertanto, che la proposta regolamentare non riguardi la diversa ipotesi di amministrazione straordinaria con programma *ex art. 27, lett. b)* d.lgs. 270/1999, caratterizzata dalla *“ristrutturazione economica e finanziaria dell'impresa”*. In tale ultimo caso, infatti, l'attività di impresa dell'emittente strumenti finanziari diffusi prosegue sino all'attuazione del relativo *“programma di ristrutturazione”*.

Alla luce di quanto precede, si potrebbe valutare se precisare nella proposta regolamentare che la non applicabilità della qualifica di emittenti strumenti finanziari diffusi a partire *“dalla data del decreto che dispone la cessazione dell'attività di impresa”* interessa le procedure di amministrazione straordinaria diverse da quelle con un programma di ristrutturazione *ex art. 27 lett. b)*, d.lgs. 270/1999.

**Q8) Si ritiene appropriato escludere le società poste in liquidazione volontaria dalla categoria degli emittenti diffusi?**

**Q.8.1.** Non si ritiene appropriato escludere le società poste in liquidazione volontaria dalla categoria degli emittenti strumenti finanziari diffusi.

In proposito, ci pare anzitutto corretto quanto evidenziato nel Documento di Consultazione in ordine al fatto che *“tali società continuano a esercitare (anche parzialmente) l’attività di impresa”*. Si ricorda infatti che la messa in liquidazione della società ha indubbi e significativi effetti sulla prosecuzione di detta attività: i poteri dei liquidatori si devono conformare al principio della utilità dei loro atti ai fini della liquidazione. Anche nel caso i poteri dei liquidatori siano predeterminati dall’assemblea, questi ultimi non potrebbero comunque dare esecuzione a decisioni o direttive dei soci che siano pregiudizievoli per le ragioni dei creditori e dei terzi. Tuttavia, nonostante le predette limitazioni all’operato dei liquidatori, alla liquidazione non in tutti i casi consegue la cessazione immediata e definitiva dell’attività di impresa. Ed in effetti, analogamente a quanto può avvenire, ad esempio, anche per il concordato preventivo in continuità, i liquidatori ben potrebbero proseguire, anche parzialmente, l’attività dell’impresa, nella prospettiva di una migliore soddisfazione dei creditori sociali.

**Q.8.2.** Sotto un diverso profilo, si consideri che, come noto, nell’ambito della liquidazione volontaria non intervengono organi di giustizia, o altri soggetti istituzionali, che siano deputati a monitorare l’operato dei liquidatori, anche a tutela degli investitori.

Inoltre, sempre in relazione alla prospettata volontà di non escludere le società poste in liquidazione volontaria dalla categoria degli emittenti diffusi, si condivide anche l’osservazione sulla *“reversibilità dello stato di liquidazione”*. La procedura di liquidazione è in effetti revocabile in ogni momento, previa eliminazione della causa di scioglimento che l’ha determinata.

In definitiva, anche per tali ragioni, pare a nostro avviso condivisibile la scelta, contemplata nel Documento di Consultazione, di non escludere le società poste in liquidazione volontaria dalla categoria degli emittenti diffusi. In un simile contesto, risulta in effetti preferibile che siano mantenuti fermi non solo gli obblighi di informativa previsti dal Regolamento Emittenti in capo alle società emittenti strumenti finanziari diffusi, ma anche le disposizioni civilistiche applicabili tra cui, in particolare, l’art. 2391-*bis* cod. civ. in materia di operazioni con parti correlate.

\* \* \* \*

Milano, 23 gennaio 2018

Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati