

Aziende di famiglia e quotazione in borsa: novità e buoni propositi

Matteo De Poli – Nicola Cecchetto

§.1. La crisi economica e le fonti di finanziamento delle piccole e medie imprese italiane.

L'esplosione della crisi finanziaria del 2009 ha determinato una rivoluzione senza precedenti all'interno del tradizionale sistema di finanziamento della piccola e medie imprenditoria italiana, generando un profondo inaridimento della tradizionale fonte di risorse finanziarie che, in passato, aveva garantito alle aziende domestiche, troppo spesso sotto-capitalizzate, la liquidità necessaria per poter competere (e, in alcuni casi, eccellere) in mercati sempre più globalizzati e competitivi.

Ci si sta riferendo, come è agevole intuire, al credito bancario: da una fase storica in cui le banche hanno concesso credito alle imprese con grande facilità si è passati a una di improvvisa chiusura di quel canale, dettata non solo da fattori congiunturali dovuti alla crisi economica ma anche dalle modifiche strutturali al sistema bancario dettate dalla disciplina di Basilea II e, poi, di Basilea III.

La velocità con cui lo scenario creditizio italiano è mutato – come sottolinea il Dott. De Vido nel corso dell'intervista contenuta in questo Quaderno – si è rivelata più deleteria del cambiamento in sé: le piccole e medie imprese italiane, spiazzate dalla rapidità con cui le banche hanno chiuso i rubinetti del credito, si sono trovate costrette a rinunciare, almeno in parte, a quella fonte di “sostentamento” finanziario a cui tradizionalmente ricorrevano quale supporto irrinunciabile per la realizzazione dei propri progetti industriali.

Il cambiamento ha imposto la pressante necessità di individuare canali alternativi di finanziamento, volti a sopperire alla diminuzione dell'afflusso di capitali dal sistema bancario: obiettivo, questo, il cui raggiungimento sembrerebbe più agevole rispetto a quanto potrebbe accadere in altre realtà

economiche, in virtù della circostanza che l'Italia possiede uno dei più elevati livelli di risparmio tra i paesi industrializzati.

Ciò nonostante, le forme di finanziamento alternative al sistema bancario – e tra queste, in particolare, la quotazione – non hanno riscosso il successo sperato. Basti qui ricordare che le società quotate sul Mercato Telematico Azionario sono scese da 263 nel 2011 a 255 nel 2012.

Alla luce di tali considerazioni introduttive, occorre allora chiedersi il perché di tale diffidenza delle imprese italiane, soprattutto di piccole dimensioni, nei confronti della quotazione.

§.2. I fattori culturali che ostacolano la quotazione delle imprese italiane.

Un primo fattore che a tutt'oggi ostacola in maniera significativa il ricorso alla quotazione delle imprese italiane è di tipo culturale.

Come confermato dai numerosi addetti ai lavori (imprenditori, manager, accademici e professionisti) con cui CSDP ha avuto l'opportunità di collaborare in questo triennio di studio dell'azienda di famiglia, la maggior parte del ceto imprenditoriale italiano (e veneto, in particolare) si caratterizza per un'impostazione culturale contraria, non contigua all'apertura del capitale sociale ad investitori estranei al nucleo familiare di riferimento.

Il tipico imprenditore di prima generazione – pur tradizionalmente dotato di grande creatività e spirito imprenditoriale – si distingue infatti per un iper-individualismo diffidente nei confronti dell'allentamento del controllo della propria azienda, dovuto tanto alla cessione di partecipazioni a soci finanziatori, quanto all'inserimento all'interno del Consiglio di Amministrazione di manager esterni.

Da quanto detto è agevole comprendere i motivi della diffusa avversione nei confronti della quotazione del ceto imprenditoriale italiano: quotarsi in borsa viene spesso avvertito come una minacciosa apertura del capitale a soggetti estranei al gruppo ruotante intorno al fondatore, come la rinuncia al controllo esclusivo dell'azienda di famiglia. Non solo: le rigide prescrizioni del

Testo Unico della Finanza, unite all'elevata complessità degli odierni mercati regolamentati, spingono le società quotate verso l'inevitabile managerializzazione della gestione, altra condizione vista non sempre di buon grado.

§.3. I costi della quotazione.

Un fattore di avversione verso la quotazione ancor più concreto di quelli – di stampo ideologico, vorremmo definirli - è legato ai costi (monetari) connessi al procedimento di ammissione alle negoziazioni. Far fronte a tali oneri, soprattutto per realtà di piccole dimensioni, costituisce indubbiamente un ostacolo di non poco momento: proprio per tale motivo, come si vedrà in seguito, Borsa Italiana ha adottato numerose iniziative volte a rendere l'entrata nel mercato dei capitali delle imprese di piccole e medie dimensioni maggiormente sostenibile.

I costi di cui si discorre possono essere divisi in due categorie: *i*) costi iniziali, gravanti sull'azienda *una tantum* al momento dell'ingresso nei mercati regolamentati; *ii*) costi permanenti, che l'impresa dovrà costantemente sostenere lungo tutto il periodo di permanenza in tali mercati.

§.3.1. I costi iniziali della quotazione.

I *costi iniziali* sono collegati al complesso *iter* di adempimenti procedurali previsto dal Regolamento di Borsa italiana per giungere all'ammissione alla negoziazione. Essi derivano prevalentemente dagli esborsi necessari per potersi avvalere del supporto di professionisti in grado di guidare l'azienda alla quotazione: si ricorda, anzitutto, che la società deve presentare a Borsa Italiana le proprie scritture contabili corredate dalla certificazione di una società di revisione ai sensi dell'art. 156 T.U.F. Ancora: l'impresa deve avvalersi di uno *sponsor*, ossia di un intermediario finanziario che la accompagni lungo tutto il procedimento di quotazione e nel primo periodo di negoziazione, garantendo il rispetto degli adempimenti procedurali della neo-quotata nei confronti di Borsa Italiana.

La fase successiva alla nomina dello *sponsor* si caratterizza per il necessario espletamento di un'approfondita attività di *due diligence* propedeutica alla redazione di un prospetto informativo veritiero e corretto. Si tratta di un'attività estremamente complessa e delicata, dovendo essere analizzata una grande mole di informazioni economiche, tecniche e finanziarie.

Segue la redazione vera e propria del prospetto informativo, documento contenente l'aggiornata situazione economico-patrimoniale e finanziaria della società, le caratteristiche principali dell'offerta e le informazioni più rilevanti sulla società emittente. Data la complessità tecnica inerente alla redazione del documento, necessariamente le società devono affidare tale fase, o buona parte di essa, a consulenti e professionisti esterni, dotati del necessario *know-how* tecnico.

Al di là dei passaggi formali verso la quotazione, le società sono tenute alla realizzazione delle modifiche organizzative necessarie per essere *compliant* con la disciplina delle società quotate contenuta nel Testo Unico della Finanza. Potrebbe essere necessario provvedere alle opportune modifiche statutarie, alla ridefinizione della fisionomia Consiglio di Amministrazione e del Comitato Esecutivo, alla creazione in seno al primo dei Comitati previsti dal Codice di Autodisciplina delle Società Quotate (c.d. "Codice Preda"). Potranno poi rendersi necessari altri incombenti, quali la realizzazione di un Regolamento assembleare.

La fase di *marketing* immediatamente precedente al lancio dell'offerta pubblica, volta a suscitare il maggior interesse possibile del mercato verso l'opportunità di investimento nella società quotanda, assume un ruolo cruciale per il buon esito della quotazione. A questo fine, viene richiesto alle imprese un grande sforzo comunicativo e divulgativo, teso a veicolare verso il mercato la maggior mole possibile di informazioni riguardanti i progetti industriali e le caratteristiche principali dell'emittente. Momento fondamentale di tale fase è quello dei c.d. *roadshows*, incontri promozionali rivolti agli investitori il cui obiettivo principale è quello di fissare il prezzo di collocamento ad un valore coerente con quello in precedenza emerso al termine della fase di *due diligence*.

Alle società è poi richiesto uno sforzo comunicativo e informativo anche nella fase successiva alla quotazione, in modo tale da mantenere elevato l'interesse degli investitori mediante la solerte divulgazione dei risultati raggiunti e del rispetto delle aspettative del mercato. Per far ciò, è prassi affidare la gestione dell'attività a un Responsabile *ad hoc* (c.d. “*Investor Relator*”), dotato delle competenze e delle facoltà necessarie al perseguimento dello scopo affidatogli. L'attività principale dell'*Investor Relator* sarà, per quanto detto, quella di incontro e dialogo con analisti e investitori, agevolato in questo dagli strumenti di comunicazione offerti a tal fine da Borsa Italiana.

§.3.2. *Costi permanenti della quotazione.*

Ai costi ricordati nel paragrafo precedente si vanno ad aggiungere tutte le spese che la società dovrà sostenere durante tutta la permanenza sui mercati regolamentati.

Come si approfondirà di seguito, la quotazione – e il correlato dovere di rispettare la stringente disciplina del T.U.F. e del Codice Preda – impone alle società di operare profonde modifiche a livello di *corporate governance*: la necessità di dotarsi di amministratori indipendenti (con la conseguente necessità di ridisegnare la fisionomia dell'organo gestorio), la realizzazione delle procedure per la gestione delle operazioni con parti correlate, gli obblighi di informativa finanziaria periodica, le necessità di razionalizzazione dei flussi informativi, la ridefinizione del sistema dei controlli sono solo i più importanti tra gli adempimenti organizzativi imposti alle società quotate.

Gli emittenti sono dunque effettivamente gravati, per tutto il corso della quotazione, di costi annuali di non poco momento, quantificati, in un recente studio in materia¹, all'interno di un *range* di valori che va da un minimo di 135.000 euro ad un massimo di 3.150.000 euro.

4. Gli obblighi di trasparenza verso il mercato.

¹ EMITTENTI TITOLI, *An assessment of quality listing services: the Italian case*, in *Trends in the European securities industry*, Egea, gennaio 2011.

Accanto agli esborsi prettamente economici, la quotazione in borsa risulta caratterizzata da ulteriori costi, i quali, pur non immediatamente quantificabili in termini monetari, costituiscono un indubbio freno all'appetibilità della quotazione quale canale di finanziamento extra-bancario di riferimento.

Ci s'intende riferire ai numerosi doveri di *disclosure* nei confronti del mercato che gravano sugli emittenti: questi, infatti, contrariamente alle società c.d. "chiuse", hanno l'obbligo di trasmettere solertemente al mercato: *i*) tutte le informazioni c.d. *price sensitive*, perché in grado di determinare sensibili variazioni del valore dei titoli negoziati dalla società; *ii*) le principali informazioni riguardanti la propria struttura organizzativa e proprietaria; *iii*) tutte le informazioni riguardanti la situazione economico-patrimoniale e finanziaria della società.

Non vi è dubbio che tali obblighi comportino un cambio radicale di rapporto tra la società e il pubblico quanto alle informazioni ad essa riguardanti. Dalla possibilità di gestire i flussi informativi all'insegna del risparmio si passa ad un sistema che eleva la trasparenza quale proprio valore centrale, strumento essenziale per rafforzare la fiducia degli investitori nel mercato finanziario. Ben inteso, però, essa giova per primo allo stesso emittente, perché la capacità di comunicare tempestivamente informazioni (quantitativamente e qualitativamente) consente allo stesso di mantenere l'interesse degli investitori e l'appetibilità sul mercato².

Passando ad un'analisi puntuale degli obblighi informativi gravanti sulle società quotate, si analizzeranno separatamente quelli inerenti agli assetti proprietari, quelli riguardanti la situazione economico finanziaria e quelli in materia di informazioni *price sensitive*.

§.4.1. *L'informativa sugli assetti proprietari.*

² Per l'approfondimento di queste ed altre considerazioni di carattere generale, si rinvia a F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario*, Padova 2010, p. 416 ss.

Le esigenze di trasparenza connesse al tema degli assetti proprietari possono essere facilmente comprese ponendo mente alla struttura proprietaria tipica della maggior parte delle società per azioni italiane: contrariamente a quello che accade in altri paesi europei, le società domestiche si caratterizzano per uno scarso grado di diffusione dei titoli azionari e per una conseguente concentrazione del controllo societario nelle mani di pochi e rilevanti azionisti. Proprio per tale motivo, fornire al mercato un'adeguata informativa in ordine agli assetti proprietari è essenziale: solamente in presenza di un'effettiva *disclosure* sul punto da parte degli emittenti stessi, infatti, gli investitori potranno essere messi nella condizione di comprendere quali sia, effettivamente, il centro di potere nella singola società, dunque, quello decisionale, indirizzando la loro scelta di investimento anche in funzione della maggiore o minore fiducia verso il titolare ultimo del potere decisionale.

Tali motivazioni mettono in luce la *ratio* dell'art 120 T.U.F. – “*Obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti*”: chiunque venga a detenere un numero di azioni aventi diritto di voto di una società quotata superiore alla soglia del 2% dell'intero capitale è tenuto a darne comunicazione alla società partecipata e alla Consob. L'Autorità di vigilanza, all'interno del c.d. Regolamento Emittenti n. 11971 del 14 maggio 1999, disciplina le variazioni percentuali di possesso azionario che generano un medesimo obbligo di *disclosure*, i casi in cui il dovere d'informazione grava sui titolari di strumenti finanziari (e non di azioni), nonché le modalità di trasmissione al pubblico degli investitori (veri destinatari dell'informativa) di tali notizie.

A completamento della disciplina appena ricordata, l'art. 121 T.U.F. prevede che – al di fuori del caso di acquisto di azioni o quote da parte di società controllate nei limiti previsti dall'art. 2359-*bis* c.c. – qualora le partecipazioni reciproche tra due società superino entrambe la soglia del 2%³, la società che ha superato tale percentuale per seconda non possa esercitare il diritto di voto inerente alle azioni eccedenti la percentuale massima e debba alienarle entro dodici mesi dal superamento del limite di legge. In mancanza del

³ Percentuale elevata al 5% se l'operazione è frutto di un accordo previamente autorizzato dalle assemblee ordinarie delle società coinvolte.

perfezionamento della cessione, il divieto di voto si estende all'intera partecipazione. Lo stesso articolo prevede poi che, nel caso in cui un soggetto detenga una partecipazione superiore al 2% in una società quotata, questa o il suo socio di controllo non possa acquisire una partecipazione superiore a tale limite in una società controllata dal primo, con correlativo divieto di voto per le azioni in eccedenza in caso di violazione della disposizione.

Un ulteriore obbligo di trasparenza, sconosciuto alle società “chiuse”, riguarda i patti parasociali. Essi, tradizionalmente, assumono la fisionomia di accordi (aventi mera efficacia obbligatoria) con i quali i paciscenti mirano a disciplinare specifici aspetti della gestione societaria senza dotare di necessaria pubblicità le intese raggiunte. Per quanto la piena legittimità dei patti parasociali sia espressamente riconosciuta dall'ordinamento anche in favore delle società quotate, essi tuttavia, se stipulati tra soci di emittenti, assumeranno inevitabilmente una fisionomia diversa rispetto a quella dei patti parasociali delle società “chiuse”. L'art. 122 T.U.F., infatti, prevede che, qualora i patti parasociali riguardino una percentuale di azioni superiore al 2% del capitale sociale, essi devono essere: a) comunicati alla Consob; b) pubblicati per estratto sulla stampa quotidiana; c) depositati presso il registro delle imprese del luogo ove la società ha la sua sede legale; e) comunicati alle società con azioni quotate.

È chiaro che un dovere di *disclosure* così pervasivo non può che stravolgere la tradizionale natura dei patti parasociali, la cui possibile segretezza è sacrificata sull'altare della tutela del mercato – che postula trasparenza sugli assetti proprietari, come già detto, e mitigazione delle asimmetrie informative inerenti allo stesso. Il mancato rispetto delle previsioni appena ricordate determina conseguenze particolarmente gravose: non solo il patto sarà nullo, ma sarà anche precluso l'esercizio del diritto di voto inerente alle azioni coinvolte nel patto stesso.

Nei punti precedenti del presente paragrafo sono stati analizzati obblighi di informazione “occasionale”, in quanto legati alla realizzazione di determinate operazioni. Passando agli obblighi di trasparenza “periodici” relativi agli assetti proprietari, l'art. 123-*bis* T.U.F. prevede che gli emittenti, all'interno della

Relazione sulla gestione della società, debbano inserire una specifica *Relazione sul governo societario e sugli assetti proprietari*. Tale documento deve contenere informazioni estremamente dettagliate sulla struttura del capitale sociale, sulla sua distribuzione tra i soci, sui meccanismi di funzionamento degli organi societari, sulla struttura dei sistemi di controllo interno e di gestione dei rischi, nonché sull'eventuale adesione da parte dell'emittente a Codici di autodisciplina promossi dalle associazioni di categoria.

§.4.2. *L'informativa finanziaria.*

Anche la disciplina dell'informativa finanziaria, coerentemente a quanto già osservato in materia di assetti proprietari, ha come primario obiettivo il superamento del *deficit* conoscitivo che affligge gli investitori, inevitabilmente ignari della reale situazione economico-finanziaria delle società. Sulla base del condivisibile assunto secondo cui gli strumenti di trasparenza finanziaria di diritto comune non sono in grado di garantire al mercato⁴ la piena conoscenza della situazione economica degli emittenti, il legislatore del Testo Unico ha previsto doveri informativi sulla situazione economico-patrimoniale ulteriori rispetto a quelli disciplinati dal Codice Civile.

Tali obblighi sono codificati all'interno dell'art. 154-ter T.U.F., rubricato "*Relazioni finanziarie*". Invero, gli emittenti sono tenuti a redigere, entro centoventi giorni dalla chiusura dell'esercizio, la cd. Relazione finanziaria annuale, contenente il progetto di bilancio di esercizio, la quale poi dovrà essere resa pubblica secondo le modalità previste da Consob. Alla chiusura del primo semestre di esercizio, poi, dovrà essere redatta e pubblicata una Relazione finanziaria semestrale, contenente il bilancio semestrale di esercizio e la relazione intermedia sulla gestione. Tale documento dovrà contenere, inoltre, la descrizione delle operazioni maggiormente rilevanti compiute nel semestre di riferimento, oltre al loro impatto sulla situazione economico-finanziaria dell'emittente.

⁴ Mercato che, proprio per tale motivo, potrebbe essere restio all'idea di investire in realtà la cui solidità non appare completamente verificabile.

Al fine di garantire la maggiore aderenza possibile delle comunicazioni finanziarie pubblicate dalla società ai dati economico-patrimoniali reali, l'art. 154-*bis* T.U.F. istituisce la figura del “Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili”. Questi deve allegare a ciascuna informazione contabile resa pubblica dall'emittente una propria dichiarazione che ne attesta la corrispondenza alle risultanze documentali, ai libri e alle scritture contabili. Più in generale, al Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili è attribuito un ruolo di supervisione dell'intero processo di elaborazione e diffusione dell'informativa finanziaria: a tal fine, allo stesso è attribuito il compito di predisporre procedure interne adeguate al raggiungimento di tale scopo. Per svolgere adeguatamente la propria attività di “certificazione”, il Dirigente preposto dovrà poter contare su adeguati poteri istruttori e sulla ricezione di flussi informativi completi, comprensibili e tempestivi. A tale fine il Consiglio di Amministrazione sarà tenuto ad adottare i provvedimenti necessari per dotare tale figura aziendale degli strumenti idonei ad assolvere la propria funzione.

§.4.3. *L'informativa sui fatti price sensitive.*

Per affrontare compiutamente il tema degli obblighi d'informazione relativi alle informazioni privilegiate, occorre muovere dalla definizione che il legislatore dà delle stesse: ai sensi dell'art. 181 T.U.F., per informazione privilegiata si intende “*un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari*”. I caratteri fondamentali dell'informazione *price sensitive*, dunque, sono:

- a) la precisione, che si sostanzia, ai sensi dell'art. 181, 3° co., T.U.F., nel riferimento a una serie di circostanze o eventi che si sono già verificati o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificheranno in futuro, o su un grado di dettaglio sufficiente a consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto delle circostanze o degli eventi implicati sulla formazione del prezzo degli strumenti finanziari;

- b) il suo riferirsi a qualsiasi strumento finanziario, non solamente alle azioni⁵;
- c) la sua capacità di incidere *sensibilmente* sulla formazione dei prezzi degli strumenti finanziari riguardati.

Le informazioni privilegiate sono oggetto di un vero e proprio obbligo di *disclosure* gravante sugli emittenti e sui soggetti che li controllano (art. 114 T.U.F.). Un tale dovere di informazione è volto, con tutta evidenza, a prevenire i possibili effetti distorsivi che l'utilizzo "privato" di tali notizie potrebbe avere sulla formazione del prezzo degli strumenti finanziari interessati.

Per rafforzare i presidi di trasparenza volti a evitare tale rischio, la violazione dell'obbligo di *disclosure* delle informazioni *price sensitive* è accompagnata dalla previsione di sanzioni penali e amministrative di non lieve entità. Il Codice Preda, poi, raccomanda agli amministratori l'adozione di un'apposita procedura volta a garantire la corretta gestione e la tempestiva diffusione dell'informativa *price sensitive*. A questo proposito, appare opportuno chiedersi quando sorga, dal punto di vista temporale, tale obbligo di diffusione. Per fare ciò è necessario distinguere tra due diversi tipi d'informazioni rilevanti: *i)* informazioni ricollegabili ad una manifestazione di volontà interna alla società, da una parte; *ii)* informazioni aventi ad oggetto l'accertamento di circostanze estranee all'ambito di operatività, dall'altra. Mentre, con riferimento alle prime, il momento rilevante coinciderà con il perfezionamento delle circostanze che ne costituiscono l'oggetto secondo le norme di legge, regolamentari e statutarie, le seconde dovranno essere rese pubbliche nel momento in cui, sempre con riferimento ai meccanismi procedurali interni, si perfeziona l'accertamento delle circostanze esterne.

5. Gli interventi in materia di *corporate governance* imposti dalla quotazione.

Come si è già avuto modo di anticipare, il doveroso rispetto della disciplina speciale del T.U.F. e del Regolamento Emittenti di Consob impone alle singole società emittenti modifiche organizzative di non poco conto.

⁵ Per la definizione di "strumenti finanziari", si rinvia all'art. 1, 2°co., T.U.F.

Precisamente, alle società è richiesta l'adozione di due differenti tipologie di interventi correttivi: *i*) interventi tesi ad introdurre nuove figure all'interno dell'organigramma societario o nuove procedure di gestione dei processi aziendali; *ii*) interventi volti ad adeguare il preesistente assetto organizzativo alla maggiore complessità dei rapporti societari propria delle società quotate.

La realizzazione di tali interventi ha natura di *conditio sine qua non* per l'accesso e la permanenza nei mercati regolamentati: per quanto la Consob – così come Banca d'Italia, nell'ambito di sua competenza – abbia temperato il rigore delle previsioni in materia di *corporate governance* per il tramite del principio di proporzionalità⁶, il rispetto delle disposizioni del T.U.F. e dell'Autorità di vigilanza è doveroso e inderogabile per tutte le società quotate.

5.1. I nuovi adempimenti organizzativi.

L'analisi delle peculiarità organizzative delle società quotate non può che concentrarsi sulla struttura del Consiglio di Amministrazione: l'amministrazione della società costituisce, infatti, tema di vertice della *corporate governance*. Un tale assunto è, del resto, confermato dal legislatore della Riforma del Diritto societario del 2003, il quale, attraverso il nuovo art. 2381 c.c., ha concentrato i poteri di gestione in capo al Consiglio di Amministrazione, con conseguente pressoché totale estromissione dell'assemblea dall'attività di concreta conduzione dell'attività sociale.

Quanto detto rende, quindi, opportuno evidenziare quali differenze strutturali presenti l'organo gestorio delle società quotate rispetto all'omologo organo operante nelle società "chiuse", in tal modo individuando gli aggiustamenti organizzativi che le società che si intendono quotare sono tenute a realizzare.

In primo luogo, l'elezione degli amministratori avviene mediante la presentazione e successiva votazione di liste di candidati espressione dei soggetti partecipanti al capitale sociale. A questo proposito, l'art. 147-*ter* T.U.F.

⁶ Emblematica, in questo senso, la disciplina delle operazioni con parti correlate, come nel seguito si vedrà.

prevede che almeno un consigliere sia eletto nell'ambito di una lista di minoranza. Si tratta di una previsione di grande importanza: un simile strumento di tutela delle minoranze azionarie – giustificato dalla (auspicata) frammentazione del capitale sociale che dovrebbe essere tipica delle società “aperte” –, infatti, non trova alcun omologo nella disciplina codicistica. Per tale motivo, contrariamente a quanto accade nelle piccole e medie società a conduzione familiare o comunque “chiusa” – nelle quali il Consiglio di Amministrazione è pressoché invariabilmente espressione della famiglia di riferimento – nelle società quotate il socio di maggioranza, quand'anche arrivasse a detenere la maggioranza assoluta dei voti in assemblea, non potrebbe in ogni caso impedire la presenza nel Consiglio di Amministrazione di un consigliere espressione di un altro raggruppamento di interessi.

Non solo: lo stesso art. 147-*ter*, al comma 4°, prevede che almeno un consigliere – o due, se il Consiglio di Amministrazione è composto da almeno sette membri – sia indipendente. La figura dell'amministratore indipendente presenta profili estremamente peculiari: mutuata da pregresse esperienze maturate oltreoceano e, più in generale, dal diritto societario anglosassone, ha l'obiettivo di garantire il perseguimento dell'interesse *sociale* anziché di quello dei soli azionisti di cui la maggioranza degli amministratori è espressione. Per fare ciò, agli amministratori indipendenti – i quali, proprio in virtù del ruolo di garanti della correttezza della gestione, non possono ricoprire incarichi esecutivi – sono attribuite importanti prerogative nei settori di attività particolarmente sensibili al rischio di scostamento dell'agire societario dai principi di corretta amministrazione.

Al di là delle possibili obiezioni circa l'efficacia di una tale opzione organizzativa⁷, ciò che preme rilevare è che l'introduzione della figura degli amministratori indipendenti, unita a quella dell'amministratore di minoranza, determina inevitabilmente un ulteriore allentamento del controllo sulla gestione del socio maggioritario. Occorre domandarsi, dunque, come debba essere interpretato il concetto d'indipendenza: una parte degli studiosi, ritenendo

⁷ A tal proposito, si noti che all'interno dell'organo gestorio delle società colpite dai più disastrosi *crack* finanziari degli ultimi anni sedevano numerosi amministratori indipendenti, in alcuni casi rappresentando la maggioranza dei consiglieri.

correttamente fine a sé stessa una definizione di indipendenza assoluta (intesa come assenza di vincoli dell'amministratore nei confronti di chiunque e di qualunque vicenda) ha ritenuto preferibile adottare un concetto di indipendenza funzionale, attraverso il quale verificare, caso per caso, che l'amministratore non intrattenga rapporti tali da generare un conflitto di interessi nell'espletamento delle funzioni attribuitegli. Coerentemente a tale assunto, il Codice Preda attribuisce al Consiglio di Amministrazione stesso il compito di valutare – avendo riguardo alla sostanza piuttosto che alla forma – l'indipendenza dei propri amministratori, intesa come assenza di legami tali da poterne compromettere l'autonomia di giudizio.

Continuando ad analizzare il tema delle modifiche imposte dalla quotazione alla fisionomia del Consiglio di Amministrazione, si noti che il Codice Preda raccomanda l'istituzione, in seno all'organo gestorio, di comitati consiliari, composti per la totalità o in prevalenza da amministratori indipendenti. La *ratio* che sta alla base di tale previsione si fonda sull'assunto che all'interno delle società quotate italiane, caratterizzate da un livello di concentrazione azionaria molto elevato, è opportuno adottare specifici accorgimenti per stimolare un effettivo dialogo e confronto nell'adozione di deliberazioni che più di altre potrebbero sottendere uno scostamento dell'agire societario dal perseguimento dell'interesse sociale.

Il Codice di Autodisciplina codifica tre comitati consiliari: *i*) il Comitato per la Remunerazione, che assolve la funzione di suggerire al *plenum* consiliare ipotesi di remunerazione degli amministratori, e di monitorare la corretta applicazione dei piani di compensi adottati; *ii*) il Comitato per il Controllo Interno, che ha il compito di assistere il Consiglio nella definizione delle linee di indirizzo del Sistema dei controlli interni e di monitorare l'adeguatezza e l'efficacia del sistema stesso nel continuo; *iii*) il Comitato per le Nomine, il quale ha il compito di indicare all'assemblea i candidati alla carica di amministratore in possesso dei requisiti di indipendenza. Questo Comitato coadiuva il Consiglio nei casi in cui un amministratore indipendente deve essere sostituito e formula pareri in ordine all'adeguatezza, dimensionale e funzionale, dell'organo di amministrazione.

Si tratta, all'evidenza, di comitati che operano in settori particolarmente sensibili, essendo immanente nei medesimi il rischio che gli amministratori esecutivi, espressione del socio di maggioranza, possano distorcere l'agire sociale per ottenere dal controllo societario "benefici privati" contrari ai principi di corretta amministrazione. Dal punto di vista funzionale, i comitati interni non hanno alcun potere di tipo deliberativo o comunque decisionale in senso lato, assolvendo solo a una funzione di supporto documentale e propositiva nei confronti del Consiglio di Amministrazione, il quale solo potrà deliberare in merito alle materie di competenza consiliare.

Un ulteriore adempimento organizzativo imposto agli emittenti attiene alla materia del conflitto di interessi. Ciò, del resto, non deve stupire: la globalizzazione dei mercati e l'intricata rete di rapporti e partecipazioni reciproche fra i loro principali attori rendono il rischio di estrazione di benefici privati dal controllo societario – a tutto detrimento dei numerosi soggetti con cui le singole imprese sono chiamate a rapportarsi – una delle principali e più pressanti problematiche con cui i legislatori contemporanei sono chiamati a confrontarsi.

L'art. 2391-*bis* c.c. prevede che gli organi di amministrazione delle società quotate adottino, sulla base dei principi elaborati da Consob, apposite procedure per garantire la trasparenza e la correttezza sostanziale delle operazioni con parti correlate. Con l'espressione "operazioni con parti correlate" il legislatore si riferisce alle operazioni attuate dalla società con quei soggetti che, per essere legati da rapporti di vario titolo con l'emittente o con i suoi principali esponenti, sono astrattamente in grado di influenzare l'autonomia decisionale della società. Per ovviare a tale rischio, i Consigli di Amministrazione degli emittenti sono, dunque, tenuti all'adozione di appositi Regolamenti interni, rispettosi dei principi dettati da Consob con Regolamento n. 17221 del 12 marzo 2010. Le società sono tenute, precisamente, all'adozione di procedure interne volte a regolare l'intero processo deliberativo in materia di operazioni con parti correlate, dalla fase istruttoria di raccolta delle informazioni, al momento della loro trasmissione al Consiglio di Amministrazione (cui è riservata la competenza deliberativa in materia), sino all'adozione vera e propria della delibera. All'interno di tali procedure, un ruolo

di fondamentale importanza è attribuito agli amministratori indipendenti, i quali dovranno esprimere un parere preventivo (vincolante) sulla rispondenza dell'operazione progettata all'interesse sociale e ai principi di corretta amministrazione.

Per quanto le singole società emittenti possano graduare (seppur in maniera limitata) l'applicazione della disciplina dettata da Consob sulla base del principio di proporzionalità, occorre rilevare che, seppur astrattamente, il quadro regolamentare appare funzionale a un'efficace gestione di un così delicato ambito operativo, nella pratica esso si rivela deludente e inadeguato: come emerge dalla semplice lettura del Regolamento n. 17221/2010, Consob ha elaborato una disciplina caratterizzata da una chiara ipertrofia normativa, tradottasi in una serie d'interventi assai invasivi della libertà di organizzazione degli intermediari e in una rigida procedimentalizzazione dell'*iter* di predisposizione, strutturazione e approvazione di tali operazioni. Al di là dell'obbligo di dotarsi di procedure per la gestione delle operazioni con parti correlate, dovrà essere allora obiettivo dei singoli emittenti quello di realizzare Regolamenti interni in grado di garantire – pur nei ristretti ambiti di libertà organizzativi lasciati loro da Consob – una gestione concretamente corretta ed efficace delle operazioni con parti correlate, evitando di limitarsi a recepire acriticamente quanto statuito dall'Autorità di vigilanza.

5.2. L'adeguamento degli obblighi di diritto comune alla complessità della società quotata.

Le società quotate, anche alla luce di quanto detto in precedenza in tema di trasparenza e *corporate governance*, operano all'interno di un ambiente economico e normativo estremamente complesso, caratterizzato, da una parte, dal doveroso rispetto di stringenti obblighi di legge, dall'altra, dal necessario confronto con una platea di soggetti (c.d. "*stakeholders*") molto più eterogenea e numerosa rispetto a quella con cui devono relazionarsi le società "chiuse". Per tale motivo, accanto agli adempimenti organizzativi imposti *ex novo* dalla quotazione, l'ingresso nel mercato dei capitali impone una rivisitazione globale della struttura organizzativa interna della società e degli specifici obblighi

gravanti sui membri dell'organo esecutivo, ciò al fine di renderli coerenti con il nuovo contesto di riferimento.

A questo proposito, è opportuno anzitutto richiamare, senza fini di esaustività e completezza, il tema della strutturazione dei flussi informativi endosocietari: gli stringenti obblighi di informativa finanziaria analizzati in precedenza, ad esempio, impongono la creazione di adeguati flussi informativi volti a garantire ai responsabili della redazione dei documenti contabili pubblicizzati una completa conoscenza della situazione economico-patrimoniale dell'emittente. Ancora: l'introduzione della figura dell'amministratore indipendente e la peculiarità della funzione di garanzia allo stesso attribuita impongono la previsione di flussi informativi diretti verso gli amministratori indipendenti che consentano agli stessi di svolgere appieno il proprio ruolo di contrappeso rispetto all'egemonia gestoria degli amministratori esecutivi. La stessa procedimentalizzazione delle operazioni con parti correlate, poi, richiede la predisposizione di un'informativa che parta dalle strutture operative che si occupano della gestione *day by day* dell'impresa e arrivi agli organi di vertice che consenta di scongiurare l'adozione di delibere in situazioni di conflitto di interessi. La necessaria strutturazione del Sistema dei controlli interni, infine, impone una rivisitazione globale delle procedure interne, in modo tale da garantire agli organi coinvolti un supporto informativo e operativo efficace. Quanto, poi, ai doveri gravanti sui membri dell'organo gestorio, il rispetto degli stessi dovrà essere parametrato alla maggior complessità operativa e al ruolo più importante, a livello macro-economico, della società quotata.

Per comprendere meglio tale assunto è opportuno fare riferimento a una recente sentenza della Corte di Cassazione⁸, la quale, pur riguardando l'ambito bancario, detta un principio di diritto generalizzabile e applicabile, con gli opportuni adattamenti, anche alle società quotate non bancarie.

Con tale decisione, la Suprema Corte conferma la condanna a sanzione amministrativa pecuniaria di due amministratori non esecutivi per violazione del dovere di agire informato di cui all'art. 2386 c.c. Per contestare le difese

⁸ CASS., 5 febbraio 2013, n. 2737.

degli amministratori (secondo gli amministratori non esecutivi non hanno l'obbligo di informarsi autonomamente quando non abbiano ricevuto dagli amministratori esecutivi informazioni sulla base delle quali siano percepibili possibili anomalie gestorie), la Cassazione ha ribattuto che in una realtà complessa come quella bancaria, anche alla luce delle implicazioni costituzionali legate alla tutela del risparmio, gli amministratori non esecutivi, pur non occupandosi della concreta gestione dell'impresa, devono in ogni momento essere informati sull'andamento della gestione stessa. Un simile principio può, forse, essere esteso anche al campo delle società quotate non bancarie: la loro generale maggior complessità rispetto alle realtà "chiuse", nonché il maggior numero di interessi (anche a rilevanza pubblica) coinvolti nella gestione, impongono agli amministratori di svolgere la propria funzione con un grado di diligenza certamente maggiore. Ecco, allora, che la quotazione non impone solamente una rivisitazione globale della struttura societaria, ma richiede anche un radicale cambiamento nell'approccio all'amministrazione della società.

§.6. Gli interventi a sostegno della quotazione delle piccole e medie imprese.

Come si è già detto, una piccola e media impresa, per giungere alla quotazione, deve sostenere costi economici, di trasparenza e organizzativi particolarmente onerosi. Tali costi, uniti all'odierna volatilità dei mercati e alla non compiuta cultura finanziaria del ceto imprenditoriale italiano, hanno ingenerato nella maggior parte degli imprenditori una vera e propria avversione nei confronti della quotazione, portandoli spesso a trascurare i vantaggi economici e reputazionali derivanti dall'ingresso nei mercati regolamentati. Proprio per tale motivo Borsa Italiana S.p.A., con il supporto delle associazioni di categoria e di Consob, ha da qualche tempo promosso una serie d'interventi volti ad offrire alle società interessate incentivi e agevolazioni legati all'ingresso nel mercato dei capitali.

§.6.1. La creazione di mercati alternativi dedicati alle piccole e medie imprese.

L'obiettivo di favorire la quotazione dei titoli delle piccole e medie imprese italiane è stato perseguito, anzitutto, mediante la creazione di mercati alternativi a quello borsistico, caratterizzati da una struttura semplificata rispetto a quello principale e dedicati specificamente alle piccole e medie imprese. Nel 1977 venne istituito il c.d. "Mercato Ristretto", dedicato alla negoziazione di strumenti finanziari non idonei ad essere ammessi alla borsa ufficiale, il quale può essere considerato l'antenato degli odierni segmenti di mercato dedicati alla piccola e media imprenditoria. All'introduzione del Mercato Ristretto sono seguite, pur senza successo, una serie di iniziative volte alla creazione di mercati semplificati e affidati all'autoregolamentazione associativa.

A seguito della privatizzazione della gestione dei mercati regolamentati, attribuita a Borsa Italiana, avvenuta tra il 1996 e il 1998, si è assistito ad una fase di rinnovato interesse verso il tema della quotazione delle piccole e medie imprese, caratterizzata dal tentativo di potenziare il Mercato Ristretto attraverso una serie di semplificazioni di disciplina in materia di informativa al pubblico, di flottante e di requisiti di gestione. Nel 2003 il Mercato Ristretto è stato trasformato nel "Mercato Expandi", piattaforma di negoziazione dedicata alle società che, pur non essendo dotate dei requisiti necessari per accedere alla quotazione, detenessero una consolidata posizione di eccellenze nel settore di riferimento e un *track -record* stabilmente positivo. Intanto, nel 1999 era stato creato il "Nuovo Mercato" (che, nel 2005, è stato ribattezzato "MTAX"), piattaforma dai ridotti requisiti d'ingresso dedicata al settore delle nuove tecnologie. Il 17 settembre 2007 iniziava a operare il "Mercato Alternativo del Capitale" (c.d. Mac), rivolto alle piccole e medie imprese e agli investitori istituzionali, e caratterizzato da ridotti requisiti e costi d'ingresso. Nel corso del 2008, sulla base dell'analogo progetto sviluppato dal *London Stock Exchange* in Inghilterra, Borsa Italiana ha fondato il mercato AIM – Italia, sistema multilaterale di negoziazione (*Multitrading facilities* o MTF) dedicato alle piccole e medie imprese. Esso si caratterizza per: *i*) l'esclusione della necessaria approvazione del Regolamento di funzionamento da parte di Consob; *ii*) l'assenza di requisiti minimi di capitale; *iii*) la necessità, per l'ingresso, di un flottante ridotto (10%); *iii*) la redazione sintetica del documento di

ammissione. Nel 2012, AIM - Italia si è fusa con il Mac, dando origine a AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale, mercato sul quale sono attualmente presenti 27 società.

Come potrà meglio osservarsi dalla lettura del Documento Tecnico Programmatico inerente al *Memorandum d’Intesa* stipulato tra Borsa Italiana S.p.A., Consob e le principali associazioni di categoria interessate (allegato al presente Quaderno) tutti i progetti elencati si sono caratterizzati per una prima fase estremamente positiva, in cui sono stati in grado di intercettare l’interesse degli investitori, e da una seconda in cui è emersa l’incapacità di garantire la permanenza di ordini in misura sufficiente a garantire un corretto procedimento di formazione dei prezzi di mercato. Da qui, l’esigenza di porre in essere interventi che garantissero non solamente sgravi procedurali ed economici, ma anche un concreto supporto professionale lungo tutta la procedura di ammissione alle negoziazioni.

§.6.2. I progetti “Elite” e “Più Borsa”.

Proprio per garantire alle società intenzionate a quotarsi il supporto professionale di cui si è detto in chiusura del paragrafo precedente, Borsa Italiana ha promosso la realizzazione di progetti volti a dotare le piccole e medie imprese di un adeguato bagaglio culturale e professionale. La prima di tali iniziative è stata la creazione del Progetto Elite, rivolto alle piccole e medie imprese che soddisfino i seguenti requisiti: *i)* fatturato superiore ai 10 milioni di euro; *ii)* rapporto tra risultato operativo e fatturato superiore al 5%; *iii)* ultimo bilancio in utile; *iv)* predisposizione di un progetto di crescita serio e sostenibile.

Per quanto il Progetto Elite non abbia come fine (o, meglio, come unico fine) la quotazione in borsa delle partecipanti, esso risulta tuttavia una risorsa estremamente utile per le imprese che vogliano tentare l’ingresso nel mercato dei capitali. Le finalità del Progetto, infatti, sono: *i)* garantire una maggiore visibilità all’azienda e al suo progetto di crescita; *ii)* consolidare la struttura manageriale e organizzativa; *iii)* agevolare il dialogo con il mondo del *private equity*; *iv)* migliorare i rapporti delle aziende partecipanti con il sistema

bancario. Come è agevole intuire, anche alla luce delle considerazioni fino ad ora condotte, si tratta di risultati prodromici ad un efficiente ingresso nel mercato dei capitali.

Per raggiungere gli obiettivi prefissati, Borsa Italiana ha messo a disposizione delle aderenti un *team* di professionisti che ha il compito di guidare l'azienda attraverso tre fasi di lavoro distinte: *i*) una fase preliminare, tesa a stimolare un cambiamento culturale all'interno dell'azienda che consenta una miglior identificazione degli obiettivi di crescita e delle modifiche dei sistemi organizzativi e manageriali necessarie per raggiungerli; *ii*) una fase intermedia, durante la quale l'impresa, assistita dai professionisti di Borsa Italiana, realizza tutte le modifiche individuate nel corso della fase precedente; *iii*) una fase conclusiva, nella quale l'azienda persegue effettivamente gli obiettivi di crescita prefissati avvalendosi delle risorse messe a disposizione da Borsa Italiana e idonee ad agevolare il rapporto con il mondo del *private equity* e con il sistema bancario, nonché a garantire alla società un maggior ritorno in termini di visibilità e reputazione.

Nonostante l'innegabile importanza dell'iniziativa, il Progetto Elite, pur avendo ottenuto un rilevante numero di adesioni (sono cento, infatti, le società partecipanti a oggi), non è apparso sufficiente, isolatamente considerato, a stimolare in maniera significativa l'avvicinamento delle piccole e medie imprese ai mercati regolamentati. Per tale motivo, Borsa Italiana ha promosso la realizzazione, attraverso la stesura di un *Memorandum d'intesa* (a cui è stato allegato un Documento tecnico illustrativo della *ratio* e dei fini degli interventi programmati) firmato da Consob e dalle principali associazioni di categoria coinvolte il 25 marzo del 2013, del Progetto "Più Borsa", volto ad avvicinare le piccole e medie imprese alla quotazione attraverso un eterogeneo sistema di interventi che dovranno essere realizzati nel prossimo futuro. Al Progetto Più Borsa potranno partecipare società non quotate: *i*) il cui fatturato risulti compreso tra i 20 e i 300 milioni di euro; *ii*) la cui capitalizzazione sia inferiore a 500 milioni di euro.

L'iniziativa, che ha durata di cinque anni, si pone numerosi obiettivi: *i)* rafforzare l'educazione finanziaria delle società partecipanti, svolgendo all'interno delle stesse attività formative volta a favorire la conoscenza della regolamentazione dei mercati finanziari, con particolare attenzione alla fase di ammissione alle negoziazioni e, in particolare, alle modalità di redazione del prospetto informativo; *ii)* promuovere un'attività di *scouting* tesa ad avvicinare le imprese in possesso dei requisiti richiesti dal Progetto alla quotazione, anche attraverso la valorizzazione del Progetto Elite quale strumento di visibilità e accreditamento delle eccellenze industriali domestiche; *iii)* fornire alle società aderenti un pacchetto di servizi professionali di consulenza e assistenza aziendale nella fase di ammissione alle negoziazioni, aventi ad oggetto l'espletamento dell'attività di *due diligence* e di *sponsorship*, la redazione del prospetto informativo e, più generalmente, tutti gli adempimenti propedeutici alla quotazione; *iv)* realizzare un nuovo segmento di mercato dedicato alle piccole e medie imprese neo-quotate, caratterizzato da una procedura di ammissione semplificata nei tempi e nei contenuti e in una riduzione dei costi; *v)* promuovere l'investimento dei fondi comuni nelle società neo-quotate e creare *ex novo* fondi comuni di investimento rivolti ad effettuare investimenti in tali aziende.

Dalla breve panoramica fornita, il Progetto Più Borsa (e il complementare Progetto Elite) si presenta come un ambizioso sistema di interventi – culturali, oltre che finanziari e procedurali – che mira, con maggior vigore rispetto al passato, a favorire concretamente l'apertura della piccola e media imprenditoria al mercato dei capitali. Data la sua recente approvazione, solamente il tempo dirà se tale iniziativa, contrariamente ai precedenti, infruttuosi, tentativi sopra ricordati, risulterà vincente.

§.7. Conclusioni.

Dall'analisi condotta emerge come la quotazione imponga costi economici e, ancor più, rilevanti adattamenti di tipo organizzativo, comunicativo ma, anche, di natura squisitamente culturale. Va nel segno giusto, dunque, la preparazione progressiva del ceto imprenditoriale, attraverso la formazione tecnica e culturale, all'approdo al mercato dei capitali.

L'attuale momento storico, però, può paradossalmente agevolare il processo di cambiamento: invero, la fase di profonda contrazione del credito, unita alla necessità di aprirsi all'internazionalizzazione per restare competitivi, spinge l'impresa di stampo tradizionale a ripensare criticamente non solo ai mercati su cui operare ma, anche, alla propria struttura finanziaria e al rapporto tra proprietà e gestione e, in particolare, ad un processo di managerializzazione dell'impresa, necessaria per operare su mercati complessi che richiedono competenze professionali elevate.

In quest'ottica, la quotazione – ma anche l'accesso ai mercati alternativi - garantisce non solo il reperimento di risorse finanziarie quanto mai indispensabili ma anche un non trascurabile aumento del bagaglio di competenze professionali presenti in azienda, oltre che un indubbio ritorno in termini reputazionali, derivante dal rapporto trasparente e regolamentato con gli investitori che la stessa impone.