



DR

Diritto del
Risparmio

**S.P.A. CON AZIONI NEGOZIATE SU SISTEMI
MULTILATERALI DI NEGOZIAZIONE: UN
QUARTO MODELLO DI S.P.A. EX ART. 2325-BIS
C.C. IN ATTESA DI TIPIZZAZIONE.**

di Giuliano GRANITI*

The growing importance of Italian SMEs' access to trading venues other than the regulated markets, and in particular to the MTF of Borsa Italiana Euronext Growth Milan - registered as a growth market for SMEs under the MiFID II Directive - calls for an assessment of the implications that this economic trend has on the traditional categories of Italian Corporate Law.

In this perspective, this paper aims to examine the effects that the admission of shares to trading on a multilateral trading facility has on the issuing company, with specific regard to the legal framework of the latter in the context of the codified system of the "S.p.A." as articulated by the 2003 corporate law reform.

**Ottobre
fascicolo 3/2025**

ISSN 2785-3004

* Praticante Avvocato presso il Dipartimento di Banking&Finance dello studio legale PedersoliGattai.

Rivista di Diritto del Risparmio

**S.p.A. con azioni negoziate su sistemi multilaterali di
negoziatura: un quarto modello di s.p.a. ex art. 2325-bis c.c. in
attesa di tipizzazione***

di Giuliano GRANITI**

**Ottobre
fascicolo 3/2025**

* Contributo approvato dai *referee*.

** Praticante Avvocato presso il Dipartimento di Banking&Finance dello studio legale PedersoliGattai.

Abstract

The growing importance of Italian SMEs' access to trading venues other than the regulated markets, and in particular to the MTF of Borsa Italiana Euronext Growth Milan - registered as a growth market for SMEs under the MiFID II Directive - calls for an assessment of the implications that this economic trend has on the traditional categories of Italian Corporate Law.

In this perspective, this paper aims to examine the effects that the admission of shares to trading on a multilateral trading facility has on the issuing company, with specific regard to the legal framework of the latter in the context of the codified system of the "S.p.A." as articulated by the 2003 corporate law reform.

La crescente rilevanza dell'accesso da parte delle PMI italiane alle sedi di negoziazione diverse dai mercati regolamentati, e segnatamente all'MTF di Borsa Italiana Euronext Growth Milan, registrato come mercato di crescita per le PMI ai sensi della Direttiva cd. MiFID II, comporta per l'operatore del diritto la necessità di riflettere circa le implicazioni che tale fenomeno della prassi economica determina sulle tradizionali categorie del diritto societario.

In tale prospettiva, il presente contributo si propone di esaminare gli effetti che l'ammissione delle azioni alla negoziazione sui sistemi multilaterali di negoziazione produce per la società emittente, con specifico riguardo al tema dell'inquadramento giuridico di tale società nel contesto della sistematica codicistica della S.p.A. così come articolata dalla riforma del diritto societario del 2003.

S.p.A. con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione: un quarto modello di s.p.a. ex art. 2325-bis c.c. in attesa di tipizzazione.

A cura di Giuliano GRANITI.

SOMMARIO: 1. Introduzione: la negoziazione di azioni sui sistemi multilaterali di negoziazione. - 2. Lo statuto normativo delle società con azioni negoziate su MTF. - 3. Il riconoscimento di un quarto scalino normativo nella disciplina della società per azioni. - 4. L'opportunità di una piena tipizzazione di tale quarto modello di s.p.a. - 5. Considerazioni di sistema: nuovo vigore ad una categoria in declino. - 6. Considerazioni economiche: l'effettivo ricorso al mercato del capitale di rischio. 7. Riflessione su taluni profili di disciplina. Cenni sull'ordinamento francese. - 7.1. I problemi della nuova assemblea "a porte chiuse". - 7.2. Tipicità delle cause di recesso ex lege e recesso da società costituita a tempo indeterminato. - 7.3. Le azioni a voto plurimo. - 7.4. Il limite quantitativo al buy-back di azioni. - 7.5. Gli spunti provenienti dal Regolamento EGM.

1. Introduzione: la negoziazione di azioni sui sistemi multilaterali di negoziazione.

La presente dissertazione parte dalla constatazione di un dato ricorrente nel panorama legislativo italiano, ossia l'inadeguatezza dell'ordinamento giuridico a disciplinare con chiarezza e coerenza talune, anche rilevanti, manifestazioni della vita economica. Se la legge è lo strumento per far assumere alla realtà concreta la conformazione meglio confacente con le esigenze di tutela degli operatori del mercato e di incentivazione dei fenomeni virtuosi, allora è necessario che essa riesca a stare al passo con le evoluzioni che si registrano nel contesto economico e sociale che essa presidia.

Negli ultimi anni il mercato mobiliare in Italia, che tradizionalmente ha faticato ad affermarsi come canale di finanziamento per le imprese, complice l'impostazione notoriamente bancocentrica della nostra economia¹, ha assistito, anche sulla scia del contesto normativo ed

¹ Va rilevato inoltre che «il limitato accesso delle imprese italiane ai mercati del capitale di rischio riflette anche una cultura d'impresa tradizionale basata sul controllo diretto o indiretto di una persona fisica, cioè l'imprenditore o una famiglia. Il ricorso al capitale di rischio, diluendo la quota di proprietà della famiglia di controllo originaria, potrebbe essere visto come un elemento di rottura all'interno di questa cultura» così lo studio di Assolombarda, *Il Capitale di rischio, priorità e prospettive per la crescita e lo sviluppo delle imprese*, 2024, 11 (disponibile all'indirizzo web <https://www.assolombarda.it/servizi/credito-finanza-e-incentivi/documenti/capitale-di-rischio-priorita-e-prospettive-per-la-crescita-e-lo-sviluppo-delle-imprese>).

economico europeo, al fenomeno dell'accesso da parte di un numero considerevole di società alle sedi di negoziazione alternative ai mercati regolamentati². Il fenomeno in analisi riguarda prevalentemente società di dimensioni contenute, che in Italia hanno trovato nei sistemi multilaterali di negoziazione, e segnatamente in Euronext Growth Milan, MTF di Borsa Italiana³, un ponte d'accesso al pubblico risparmio con l'obiettivo di reperire risorse

² Con l'adozione, nel 2014, della Direttiva 2014/65/EU, cd. MiFID II (acronimo di *Markets in Financial Instruments Directive*) in vigore dal 3 gennaio 2018, il legislatore europeo ha introdotto l'attuale tripartizione delle sedi di negoziazione, che attualmente possono assumere la veste giuridica di mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazioni (cd. MTFs, *multilateral trading facilities*) o sistemi organizzati di negoziazione (cd. OTFs, *organized trading facilities*). Le tre sedi di negoziazione condividono la natura di *sistema multilaterale*, ossia di sistemi che consentono l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari (cfr. art. 4(1)(19), Direttiva MiFID II, e Art. 1, co. 5.*bis*.1 TUF), e in virtù di essa si distinguono dagli internalizzatori sistematici, ossia imprese di investimento che in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale negozia[no] per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente, i quali compongono la categoria delle sedi (bilaterali) di esecuzione (cfr. Art. 4(1)(20) Direttiva MiFID II, e Art. 1, co. 5.*ter*.1 TUF).

La nozione di *sistema* di *sistema multilaterale* attiene alla loro "composizione interna" minima. Un mercato, cioè, per essere sede di negoziazione ai sensi della MiFID II deve consistere quantomeno in una "serie di regole" che disciplinano aspetti relativi al funzionamento delle negoziazioni che su di esso si svolgono. Eventualmente il sistema può avere anche la componente "tecnica", ossia un complesso di infrastrutture tecnologiche che compongono la concreta piattaforma per il matching degli ordini di acquisto e di vendita, che tuttavia può essere effettuato in outsourcing da un altro soggetto a ciò delegato dal gestore. La *multilateralità*, invece, consiste nella circostanza che tali mercati consentono l'incontro di "interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi", e quindi i partecipanti al sistema sono una pluralità di soggetti indistinti diversi dal gestore del mercato (diversamente da quanto accade negli internalizzatori sistematici).

Ferme queste caratteristiche comuni, peculiare dell'MTF è il *matching* degli ordini di acquisto e di vendita secondo regole non discrezionali. Sia in sede di ammissione degli operatori al mercato, che di abbinamento degli interessi contrapposti, il gestore del mercato deve agire seguendo le regole del mercato, senza momenti di discrezionalità. Tale caratteristica è condivisa dai mercati regolamentati, e non dagli OTF.

Altra caratteristica degli MTF condivisa con i mercati regolamentati riguarda l'oggetto delle negoziazioni, che è ogni tipologia di strumenti finanziari, *equity*, *non-equity* o *equity-like*. L'OTF invece consente la negoziazione solo di strumenti *non-equity*: obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, e derivati (cfr. le definizioni di mercato regolamentato, sistema multilaterale di negoziazione e sistema organizzato di negoziazione contenute all'interno, rispettivamente, dei n. 21, 22, e 23, par. 1, dell'art. 4 della Direttiva MiFID II. Nel TUF, invece, le definizioni sono contenute rispettivamente all'art. 1, co. 1, lett. *n-ter*, all'art. 1, co. 5-*octies* lett. *a*, e all'art. 1, co. 5-*octies* lett. *b*).

³ Il *mercato di crescita per le PMI* costituisce una sottocategoria del sistema multilaterale di negoziazione, ossia una speciale configurazione che il gestore di un MTF ha la facoltà, e non l'obbligo, sussistendone i presupposti, di far assumere al proprio mercato.

L'ottenimento, da parte di un MTF, della qualifica di mercato di crescita per le PMI è subordinato ad una apposita registrazione in tal senso da parte dell'autorità nazionale, previa verifica del rispetto, da parte del richiedente, dei requisiti specifici ed ulteriori rispetto a quelli previsti dalla disciplina dell'MTF. Il principale requisito che l'MTF deve rispettare è che almeno il 50% degli emittenti i cui strumenti finanziari sono su di esso negoziati siano imprese qualificabili come PMI (senza dunque tenere conto del concreto volume delle negoziazioni).

I mercati di crescita per le PMI sono stati introdotti dal legislatore di MiFID II a fronte dell'opportunità di "facilitare l'accesso al capitale per le piccole e medie imprese (PMI) e agevolare l'ulteriore sviluppo di mercati specializzati volti a soddisfare le esigenze dei piccoli e medi emittenti" (cfr. Considerando 132, Direttiva MiFID II).

funzionali alla crescita del *business* a titolo di *equity*, oltre che di ottenere visibilità e un maggiore consolidamento della struttura societaria⁴.

Per gli operatori del diritto, la rilevanza che ha assunto il fenomeno del ricorso da parte delle società italiane alle sedi di negoziazione alternative ai mercati regolamentati⁵ comporta la necessità di sviluppare una riflessione critica sugli impatti che la negoziazione su tali *trading venues* comporta sulla disciplina di diritto societario applicabile alle stesse.

L'obiettivo del presente scritto è dunque quello di rispondere ai seguenti quesiti: 1) esiste un *corpus* normativo specifico per le società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione tale da condurre a ritenere formato un quarto scalino normativo nella disciplina della società per azioni, e dunque un quarto “modello” di s.p.a.? 2) Nel caso di risposta affermativa, dove occorre collocare tale nuovo modello nel contesto della struttura della società per azioni?

Per rispondere al primo di tali quesiti nel successivo paragrafo si passeranno in rassegna, dandone una breve contestualizzazione, le disposizioni che espressamente, negli anni, sono state rese applicabili, dal legislatore nazionale o europeo, alle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione (di seguito, anche, le “società negoziate”⁶).

⁴ Euronext Growth Milan costituisce oggi il principale MTF operante in Italia, e ha assunto rilevanza dirimpante negli ultimi anni. La presenza nel mercato mobiliare italiano di sistemi multilaterali di negoziazione non è, tuttavia, un fenomeno nuovo. Invero, già più di quindici anni fa, venuto meno l'obbligo di concentrazione degli scambi sui mercati ufficiali borsistici, hanno fatto la loro comparsa in Italia due sistemi multilaterali di negoziazione alternativi al principale Mercato Telematico Italiano già prima dell'acquisto di Borsa Italiana da parte di Euronext.

Si trattava dell'Alternative Investment Market Italia (AIM Italia) e del Mercato Alternativo del Capitale (MAC). Il primo MTF fu istituito da Borsa Italiana nel 2008 direttamente in seguito alla fusione con il London Stock Exchange, nel quale era già operativo dal 1995 il mercato AIM, dedicato alla quotazione di imprese di piccola o media dimensione.

Il secondo fu fondato nel 2007 da un gruppo di banche e poi ceduto a Borsa Italiana nel 2010. Anche tale mercato era funzionale all'accesso di piccole e medie imprese al reperimento di risorse sul mercato dei capitali, tuttavia quest'ultimo, a differenza del primo, si rivolgeva esclusivamente ad investitori istituzionali.

Dopo l'accorpamento dei due, AIM Italia ottenne dalla Consob (Delibera del 13 dicembre 2017, n. 20218-*bis*) la registrazione come mercato di crescita per le PMI.

⁵ I dati aggiornati al 2025 forniscono una chiara rappresentazione dello scenario appena descritto. Invero, al 31 marzo 2025 risultano quotate sul mercato Euronext Growth Milan 207 società, per una capitalizzazione di mercato complessiva pari a 7,9 miliardi di euro (dati del Report annuale di Borsa italiana “Borsa Italiana per le PMI”, consultabile all'indirizzo web: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc.pdf>).

⁶ Si consenta, a fini espositivi, l'utilizzo di tale abbreviazione tenendo tuttavia presente che essa, al pari delle espressioni “società quotata” e “società diffusa”, se decontestualizzata suggerirebbe l'idea, incorretta, di un'intera società - e non delle sue azioni - oggetto di negoziazione.

Se si arriverà (come si farà) a rinvenire l'esistenza di un *corpus* normativo vero e proprio, allora occorrerà, in primo luogo, interrogarsi sull'opportunità che la società che esso interviene a disciplinare, dunque la *società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione*, riceva una piena tipizzazione e dunque un formale riconoscimento come quarto modello di società per azioni, accanto alla s.p.a. cd. chiusa, a quella quotata e a quella diffusa.

Successivamente, per rispondere al secondo dei quesiti di partenza, ci si soffermerà su una riflessione circa la collocazione da dare a tale nuovo modello societario nel contesto della disciplina della società per azioni, ed in particolare, tenuto conto delle caratteristiche economiche delle società cui esso si applica, se esso vada incluso o meno nella categoria normativa di cui all'art. 2325-*bis* c.c.

Il punto di partenza è costituito, quanto al primo quesito, dalla constatazione che, mentre alle società quotate sui mercati regolamentati è dedicata l'apposita disciplina speciale distribuita fra il Testo Unico della Finanza e il Codice civile, una regolamentazione parimenti sistematica e completa non è prevista per le società negoziate. Quanto al secondo interrogativo, si partirà dall'osservazione che la società con azioni negoziate non risulta inserita nella struttura dei modelli socio-economici della s.p.a. – realizzata ad opera dalla Legge n. 216/1974 e perfezionata dalla riforma del 2003⁷ –, in modo tale da dover essere attualmente considerata inclusa nella categoria delle s.p.a. “chiuse” (salva l'applicazione delle disposizioni dettate *ad hoc*) non essendo inserita nella definizione di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio di cui all'art. 2325-*bis* c.c.

2. Lo statuto normativo delle società con azioni negoziate su MTF.

Il quadro della normativa complessivamente applicabile alle società negoziate ha natura frammentata e disorganica, essendo il frutto di interventi sporadici ed “episodici” da parte del legislatore.

In particolare, le fonti normative che concorrono a comporlo sono diverse. *In primis* vi è il Codice civile, quindi il Testo Unico della Finanza. Ad essi si aggiungono, per quantità e

⁷ Non incidono sul modello istituzionale della società per azioni, invece, le varie discipline speciali dettate in ragione dello specifico settore di operatività della società, che ha portato, per citarne alcune, a discipline speciali applicabili alle società per azioni esercenti attività bancaria ovvero a quelle nella cui compagine sociale figura un ente pubblico.

rilevanza delle disposizioni applicabili, il Regolamento europeo cd. MAR, sugli abusi di mercato, nonché il Regolamento europeo cd. Prospetto e, in sede nazionale, leggi speciali quali il d.lgs. 38/2005.

Volendo fornire una esposizione quanto più “istituzionale” possibile della disciplina, le disposizioni rilevanti verranno raggruppate in base ai profili sui quali essi incidono.

Partendo dalle disposizioni in tema di azioni, l'ammissione delle stesse alla negoziazione su di un MTF (così come su di un mercato regolamentato) comporta per la società l'obbligo di dematerializzazione delle stesse⁸ (art. 83-*bis* TUF), per cui l'emissione e i trasferimenti delle azioni⁹ avvengono mediante le registrazioni contabili risultanti dai conti appositamente aperti presso il depositario centrale Euronext Securities e presso gli intermediari autorizzati¹⁰.

⁸ L'art. 83-*bis* del TUF, come novellato dal d.lgs. 12 agosto 2016, n. 176, dispone che «I valori mobiliari regolati dalla legge italiana ammessi alla negoziazione o negoziati in una *sede di negoziazione* italiana o di altro Paese dell'Unione europea con il consenso dell'emittente possono esistere solo in forma scritturale». Corrispondentemente, il citato d.lgs. n. 176/2016, poi, è intervenuto per modificare il comma 6 dell'art. 2354 c.c., che ai commi precedenti disciplina l'emissione e il contenuto dei titoli azionari per poi far salve, al comma 6, appunto, «le disposizioni delle leggi speciali in tema di strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione nelle *sedi di negoziazione*».

L'intervento del legislatore del 2016, finalizzato ad operare un riordino organico della disciplina del *post-trading* adeguando la normativa nazionale alla disciplina europea, ha modificato, negli articoli citati del TUF e del codice civile, la precedente formulazione che faceva riferimento alle negoziazioni «nei mercati regolamentati», con quella attuale che invece prende in considerazione la più ampia categoria delle «sedi di negoziazione», con la conseguenza che l'obbligo di dematerializzazione riguarda oggi le azioni negoziate su una qualsiasi sede di negoziazione, quindi indifferentemente un mercato regolamentato, un MTF o un OTF. Se si considera che il medesimo obbligo di dematerializzazione è previsto anche per le società emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, si ricava che su tale fronte le società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione sono pienamente allineate con le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio ex art. 2325-bis c.c.

⁹ Occorre peraltro dare conto dell'innovazione apportata di recente dalla Legge Capitali (L. 5 marzo 2024, n. 21) in tema di dematerializzazione delle quote di S.r.l.

In particolare, per le PMI costituite come S.r.l., alla già prevista possibilità di emettere categorie di quote dal contenuto liberamente determinabile, ai sensi del co. 2, art. 26, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, il co. 3 della Legge Capitali ha aggiunto la possibilità di emettere le quote di categoria aventi eguale valore e conferenti eguali diritti in forma scritturale ai sensi di quanto previsto dall'articolo 83-bis TUF (nuovo comma 2-bis, art. 26 del d.l. citato). A tali quote si applica la disciplina di cui alla sezione I del capo IV del titolo II-bis della parte III, ossia quella in tema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione, e l'obbligo di tenere il libro dei soci.

Conseguentemente, le S.r.l. potranno beneficiare dei vantaggi conseguenti dall'emissione e tenuta delle quote in forma scritturale, aprendo un conto emittente presso il depositario centrale e ricevendo un apposito codice ISIN delle quote ivi dematerializzate.

In aggiunta, la Legge Capitali è intervenuta modificando l'art. 100-ter, comma 2 del TUF, rendendo il regime di sottoscrizione e successiva circolazione delle quote di S.r.l. in sede di offerte di crowdfunding alternativo tanto al regime ordinario di cui all'art. 2470 c.c., che a quello di nuova introduzione di cui al d.l. 179/2012.

¹⁰ L'obbligo di dematerializzazione dei titoli azionari si collega all'esigenza di agevolarne la circolazione laddove le stesse siano oggetto di negoziazione su *trading venues*. In tal caso, infatti, emerge per i titolari di azioni la necessità di acquistarle e cederle senza eccessive complicazioni, specie se si considera la variabilità delle condizioni di mercato che influenzano le condizioni di acquisto e di vendita (è sufficiente menzionare, a tal proposito, le tecniche di *algotrading* e di *high frequency trading*, che consentono oggi una circolazione in tempi immediati anche di grandi quantitativi di strumenti finanziari).

Dalla titolarità delle azioni al settimo giorno anteriore al giorno fissato per l'assemblea dei soci discende la legittimazione del socio all'intervento in assemblea, essendo resa applicabile anche alle società negoziate il sistema della cd. *record date* (art. 83-*sexies* TUF). Nel periodo compreso fra il settimo giorno anteriore all'assemblea e l'assemblea stessa, anche nelle società di cui si discorre i soci acquirenti sono legittimati *ex lege* all'impugnazione *ex art. 2377 c.c.* della deliberazione assembleare non conforme alla legge o all'atto costitutivo adottata con il voto del soggetto dal quale ha acquistato la partecipazione azionaria, e al diritto di recesso in caso di adozione di una delle deliberazioni alla cui adozione il socio non abbia partecipato e che per tale motivano legittimano il recesso *ex art. 2437 c.c.*

In tema di svolgimento delle assemblee sociali, si applica l'art. 83-*duodecies* del TUF, che conferisce alla società il diritto di ottenere dagli intermediari i dati identificativi degli azionisti detentori di partecipazioni superiori allo 0,5 %, e il nuovo art. 135-*undecies.1* del TUF, che prevede la possibilità per la società di nominare un rappresentante designato incaricato di intervenire in assemblea in luogo degli azionisti, al quale questi ultimi possono conferire delega di voto.

Quanto alle operazioni di aumento del capitale sociale, l'art. 2441 c.c. incide sulla disciplina delle società con azioni negoziate su MTF sotto due profili. Il primo concerne le modalità di collocamento delle azioni di nuova emissione rimaste inoptate, per le quali vige la regola dell'offerta dei diritti di opzione sul mercato regolamentato o sul sistema multilaterale di negoziazione sul quale le azioni della società siano negoziate¹¹. Il secondo attiene ai casi di esclusione del diritto di opzione, fra i quali vi è anche quello che ammette tale esclusione in caso di società con azioni quotate in mercati regolamentati o negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione, ma solo nei limiti del 10% del capitale sociale preesistente e a condizione

Sulle esigenze alla base del superamento del sistema cartolare, si veda fra gli altri F. MARTORANO, *Titoli di credito dematerializzati*, in *Trattato Di Diritto Civile E Commerciale Cicu-Messineo*, Milano, Giuffrè, 2020, 1 ss.

¹¹ In particolare, il co. 3 dell'art. 2441 c.c. prevede che «i diritti di opzione non esercitati devono essere offerti nel mercato regolamentato o nel sistema multilaterale di negoziazione dagli amministratori, per conto della società, entro il mese successivo alla scadenza del termine stabilito a norma del secondo comma, per almeno due sedute, salvo che i diritti di opzione siano già stati integralmente venduti».

Invero, l'accesso delle azioni alla quotazione o negoziazione su una *trading venue* presuppone che un numero consistente di soggetti ne siano titolari, e di conseguenza a ciascuno di essi, in assenza della deroga in esame, la società dovrebbe provvedere ad offrire in prelazione l'inoptato. La prelazione dell'inoptato diviene dunque una «lungaggine procedimentale» che merita di essere eliminata. È questa la *ratio* principale della norma in esame (così G. FUMAROLA, *Asta dei diritti d'opzione e prelazione dell'inoptato negli aumenti del capitale delle società quotate*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 6, 2019; A. AWWAD, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, EDUCatt Università Cattolica, 2013, 74 ss.)

che la modalità sia prevista dallo statuto e che il prezzo di emissione delle nuove azioni corrisponda al valore di mercato delle azioni confermato da apposita relazione di un revisore legale o una società di revisione legale¹².

In caso di emissioni di obbligazioni destinate alla quotazione su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, vige la deroga al limite quantitativo dell'emissione di cui all'art. 2412 c.c.¹³ Il presupposto della norma non è che società abbia azioni negoziate, bensì che la specifica emissione di obbligazioni sia destinata alla negoziazione delle stesse su MTF. La *ratio* è che nell'emettere obbligazioni destinate alla quotazione, la società diviene comunque assoggettata agli obblighi informativi (previsti dalla legge e/o dal regolamento del mercato) e ai controlli da parte delle autorità di vigilanza del mercato, sebbene con riferimento alla singola emissione¹⁴.

In tema di acquisto di azioni proprie, le società negoziate sono assoggettate all'obbligo di parità di trattamento degli azionisti nell'effettuare l'operazione, dovendo rispettare le modalità di cui all'art. 144-*bis* del Regolamento Emittenti Consob¹⁵ (ad esempio l'attribuzione

¹² Sulla questione relativa alla motivazione della delibera di esclusione del diritto di opzione, la possibilità che questa si limiti ad addurre la finalità della maggiore diffusione dei titoli sul mercato è dibattuta. Accanto a chi ritiene che tale motivazione sia sufficiente (G. OLIVIERI, G. PRESTI, F. VELLA, *Il diritto delle società*, Bologna, Il Mulino, 2006), vi è chi rileva che siano necessarie indicazioni ulteriori, che evidenzino l'interesse sociale all'esclusione (G. FAUCEGLIA, G. SCHIANO DI PEPE (diretto da), *Codice commentato delle S.p.a.*, II, Milano, UTET, 2007, 1289).

¹³ Tale formulazione è peraltro il risultato di un ampliamento soggettivo e oggettivo operato sulla disposizione originaria da parte dell'art. 32, co. 26 del cd. decreto crescita (d.l. 22 giugno 2012, n. 83, convertito dalla L. 7 agosto 2012, n. 134). La disposizione introdotta nel 2003, infatti, escludeva l'applicazione dei limiti previsti dal primo comma «all'emissione di obbligazioni effettuata da società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati». Vi era dunque una doppia limitazione: la prima concernente il tipo di società ammesse a godere della deroga, ossia solo le società con azioni quotate in mercati regolamentati (limite soggettivo), la seconda concernente la sede di negoziazione sulla quale doveva avvenire la quotazione delle obbligazioni, ossia i soli mercati regolamentati (limite oggettivo).

¹⁴ Così, fra gli altri, A. AUDINO, *Sub art. 2412 – Limiti all'emissione*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società: commento sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, II, Padova, Cedam, 1259; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2003.

Evidenzia a tal proposito R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni. Art. 2410-2420 ter*, in *Della società per azioni*. Tomo IV, Collana *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna, Zanichelli, 2005, 108 ss., che «gli obblighi informativi imposti nei confronti dei risparmiatori, la presenza dell'autorità di controllo con i suoi ampi poteri autorizzativi, interdittivi ed istruttori, la presenza di indici tecnici di riferimento e di specifici meccanismi fanno del mercato regolamentato un quadro di insieme nell'ambito del quale è risultata ultronea la presenza di un limite all'emissione di obbligazioni, giustificandosi così la deroga alla disciplina relativi».

¹⁵ Fra queste, vi sono: l'offerta pubblica di acquisto o di scambio; dell'attribuzione ai soci, proporzionalmente alle azioni da questi possedute, di un'opzione di vendita da esercitare entro un periodo di tempo stabilito; la negoziazione sui mercati regolamentati o sui sistemi multilaterali di negoziazione secondo modalità operative stabilite nei regolamenti di organizzazione e gestione dei mercati stessi, che non consentano l'abbinamento diretto delle proposte di negoziazione in acquisto con predeterminate proposte di negoziazione in vendita.

ai soci, proporzionalmente alle azioni da questi possedute, di un'opzione di vendita)¹⁶. In caso di violazione della norma, gli amministratori sono puniti con la sanzione penale di cui all'art. 172 TUF.

Quanto alla disciplina in tema di obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti *ex* art. 120 TUF e di partecipazioni reciproche di cui all'art. 121 TUF, essa si applica solo con riferimento alle società emittenti azioni quotate su mercati regolamentati. È stata invece estesa, ad opera della Legge Capitali, anche alle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione l'applicazione dell'art. 2341-*ter* c.c. che impone la comunicazione alla società dei patti parasociali esistenti, la loro dichiarazione in apertura di ogni assemblea e la trascrizione di tale dichiarazione nel verbale con conseguente deposito di questo presso l'ufficio del registro delle imprese.¹⁷

Venendo alla disciplina sul bilancio, si segnala che per effetto della Legge Capitali, le società negoziate sono ammesse a redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali (IAS/IFRS), così da rendere comparabili i dati di bilancio, nell'ottica di agevolare gli investimenti esteri, facilitandoli nel processo di valutazione della situazione finanziaria della società¹⁸.

¹⁶ Non essendo le società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione ricomprese all'interno della nozione di cui all'art. 2325-*bis* c.c., esse non sono assoggettate al limite dell'ammontare massimo dell'operazione, di cui all' art. 2357, co.3 c.c., risultando invece allineata alle società cd. chiuse che risultano, invece, prive di vincoli in tal senso

¹⁷ È stato evidenziato in dottrina come tale disposizione abbia una portata diversa da quella suggerita dalla rubrica («Pubblicità dei patti parasociali»), e, secondo alcuni non rispettosa in toto della legge delega in base alla quale essa è stata introdotta (si vedano G. A. RESCIO, *Dei patti parasociali*, in *Riv. società*, 2002, 1461; R. COSTI, *I patti parasociali nella nuova società a responsabilità limitata*, in V. SANTORO (a cura di), *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, Milano, Giuffrè, 2003, 315). La norma è stata infatti introdotta nell'ambito della riforma del 2003, attuata dal Governo sulla base della legge di delega 3 ottobre 2001, n. 366, il cui art. 4, co. 7, lett. c) disponeva che fosse prevista una disciplina dei patti parasociali che assicurasse «il necessario grado di trasparenza attraverso forme adeguate di pubblicità».

Invero, una vera e propria forma di pubblicità, ossia di informazione a favore anche di soggetti non soci, è garantita solo dal deposito nel registro delle imprese, che ha ad oggetto, peraltro, la sola dichiarazione fatta in assemblea, e non il patto parasociale in quanto tale.

Tale dichiarazione, per dottrina concorde (fra gli altri, G. SBISÀ, *Art.2341-bis – Art. 2341-ter*, in F. GALGANO, P. ZANELLI, G. SBISÀ, *Società per azioni*, Bologna, Zanichelli, 2006, 268 ss.; G. A. RESCIO, M. SPERANZIN, *Sub art.2341-bis*, in D. U. SANTOSUOSSO (a cura di), *Della società – dell'azienda – della concorrenza*, in E. GABRIELLI (a cura di), *Commentario del codice civile*, Torino, UTET, 2015, 750), non può limitarsi ad enunciare la semplice esistenza del patto, né è necessario che ne riporti l'intero contenuto, potendo consistere in una «sintesi più corposa». È tale sintesi che dunque dovrà essere riportata nel verbale d'assemblea (a cura del segretario verbalizzante in solido con il presidente dell'assemblea), e resa pubblica - tramite deposito del verbale - nel registro delle imprese

¹⁸ Si può ritenere che, in realtà, già prima della Legge Capitali le società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione fossero ammesse ad adottare i principi IAS/IFRS, a condizione che superassero le soglie di cui all'art. 2435-*bis* c.c. In particolare, esse potevano essere ricomprese nelle società di cui alle lettere

Per quanto concerne la disciplina in tema di appello al pubblico risparmio, fermo restando che sul mercato Euronext Growth Milan nella maggior parte dei casi, almeno in sede di primo collocamento, non si rientra nei parametri previsti dalla normativa europea per la redazione e pubblicazione del prospetto, in quanto l'offerta di titoli avanzata contestualmente all'ammissione alle negoziazioni è tendenzialmente rivolta esclusivamente a investitori istituzionali (lo stesso vale per l'altro MTF primario, Vorvel Equity), è ben possibile che laddove ricorrano i presupposti per la pubblicazione di un prospetto informativo, anche le società negoziate siano tenute a tale adempimento.

Il Regolamento Prospetto, in un'ottica di incentivazione del ricorso al mercato dei capitali da parte delle società meno strutturate, ha previsto la possibilità di redigere un prospetto semplificato denominato Prospetto UE della crescita (art. 15)¹⁹, che comporta oneri inferiori per la società tenuta alla redazione. Tale prospetto può essere redatto da emittenti PMI, o comunque da società anche non PMI che abbiano titoli che 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.

Dall'ammissione alla negoziazione su una sede di negoziazione discende, infine, che l'assoggettamento agli obblighi di cd. informazione continua, ossia alla comunicazione al pubblico le informazioni privilegiate ai sensi dell'art. 17 MAR. Si tratta delle informazioni non pubbliche, concernenti, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, e che, se rese pubbliche potrebbero avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari

f) e g) di cui all'art. 2, d.lgs. 28 febbraio 2005, n. 38, richiamate ai successivi articoli 2-*bis*, 3 e 4, nel senso di ammetterle alla *facoltà* di redigere i bilanci secondo i principi contabili internazionali. Così anche G. STRAMPELLI, *Art. 5 – Estensione alle società aventi azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione della facoltà di redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali*, in P. MARCHETTI, M. VENTORUZZO (a cura di) *Commentario alla Legge Capitali. Collana i commentari di giurisprudenza e dottrina*, Pisa, Pacini Editore, 2024, 26

Del resto, in tal senso si era orientata anche la prassi del mercato di crescita per le PMI *Euronext Growth Milan*, il cui regolamento del mercato ammetteva le società in esse quotate a redigere i bilanci secondo i principi contabili italiani o i principi IAS/IFRS - Cfr. Art. 19, Regolamento Emittenti *Euronext Growth Milan* (disponibile in versione aggiornata al sito <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/euronext-growth-milan/avvisi.htm>), che testualmente dispone che «Il bilancio redatto secondo questo articolo deve essere preparato e presentato in conformità con: - i Principi Contabili Italiani; o - i Principi Contabili Internazionali; o - i US Generally Accepted Accounting Principles.»

¹⁹ Tale approccio è stato confermato ed approfondito dal citato Regolamento Listing Act, che è intervenuto abrogando l'art. 15 del Regolamento Prospetto e inserendo nello stesso un nuovo art. 15-*bis* rubricato *Prospetto di emissione UE della crescita* (Cfr. Art. 1, rispettivamente par. 13 e 14 Reg. Listing Act). Le modifiche entreranno in vigore a partire dal marzo 2026.

Il sistema degli obblighi connessi all'informazione societaria trova ulteriore rafforzamento nei poteri riconosciuti dall'art. 115 TUF in capo alla Consob, che può richiedere agli emittenti una serie di documenti e informazioni, nonché di svolgere verifiche e ispezioni presso gli stessi, e sono giustificati dalla finalità di «vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico».

3. Il riconoscimento di un quarto scalino normativo nella disciplina della società per azioni.

A tale punto della trattazione occorre chiedersi, preso atto della conformazione normativa *de iure condito* analizzata, in quale misura essa possa considerarsi sufficientemente adeguata al fenomeno dell'accesso da parte delle società italiane ai sistemi multilaterali di negoziazione, e rispondere al primo dei due quesiti di partenza concernente la possibilità di riconoscere formato un quarto scalino normativo, e dunque un quarto modello di s.p.a., nel contesto della disciplina della società per azioni.

La riflessione su tali punti non può prescindere, in quanto su di esse si fonda, dal fornire una breve digressione sulle premesse teoriche alla base dell'attuale struttura normativa della società per azioni.

Il codice civile ha inteso costruire il sistema delle società incanalando le stesse in precisi “schemi” legali, ossia nei *tipi*²⁰. Le società, ai sensi dell'art. 2249 c.c., devono costituirsi secondo uno dei tipi da rinvenirsi all'interno del codice stesso, i quali, dunque costituiscono un *numerus clausus*²¹ fra i quali i (futuri) soci possono scegliere. Il sistema delle società è, dunque, un sistema chiuso, come chiuso è, ad esempio, il sistema dei diritti reali²². In tal

²⁰ Alla luce dell'impiego che, all'interno del codice civile, il legislatore fa del termine “tipo”, si può ritenere che esso sia da intendere come strumento mediante il quale «coerentemente con le caratteristiche di generalità e astrattezza tendenzialmente proprie dell'attività nomopoietica, viene identificato un insieme omogeneo di fenomeni costituenti una classe». In tali termini, G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma* in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da) *Il Nuovo Diritto delle Società. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, I, Torino, UTET, 2006, 58.

²¹ La dottrina è stata tendenzialmente concorde nel riconoscere che i tipi di società costituiscono un *numerus clausus*. Fra i più risalenti, A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1963, 13; G. FERRI, *Le società*, in F. VASSALLI (a cura di) *Tratt. dir. civ.*, vol. X, t. 3, 73. Napoli, 1963, 73; P.G. JAEGER, F. DENOZZA, *Appunti di diritto commerciale*, Milano, 1982, 9.

²² D. GIORDANO, *Le limitazioni all'autonomia privata nelle società di capitali* in T. ASCARELLI (fondato da) e A. GAMBINO, B. LIBONATI (a cura di) *Saggi di Diritto Commerciale*, Milano, Giuffrè, 2006, 93.

modo, l'origine essenzialmente contrattuale delle società²³, viene privata, in ragione del disposto dell'art. 2249 c.c., di uno dei punti di disciplina alla base di ogni negozio giuridico, ossia il principio di autonomia negoziale, sancito in materia contrattuale dall'art. 1322 c.c.²⁴.

Nel corso degli anni la compattezza della disciplina della società per azioni è stata scorporata – per effetto della L. 7 giugno 1974, n. 216 e segnatamente del D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 – in una serie di *scalini normativi*, cui accedono le s.p.a. in relazione al ricorso che fanno al mercato del capitale di rischio, articolando la disciplina in una serie di cerchi concentrici²⁵.

In particolare, con la riforma del diritto societario del 2003 è stato introdotto il modello della s.p.a. cd. “aperta”²⁶, ossia, secondo la definizione fornita dall'art. 2325-bis c.c., della *società che*

²³ È infatti un contratto, il contratto di società di cui all'art. 2247, collocato significativamente in apertura del Titolo V (Delle Società) del Libro V, quello con il quale due o più persone conferiscono beni o servizi per l'esercizio in comune di una attività economica allo scopo di dividerne gli utili. Un contratto di una tale natura realizza, e la dottrina è ormai tendenzialmente concorde sul punto, un contratto associativo o con comunione di scopo. L'esercizio in comune di una attività economica, infatti, porta a ritenere che uno e comune sia l'avvenimento che soddisfa l'interesse di tutti i contraenti (A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, Morano, 1962-1963, 31), rimanendo minoritaria e superata la tesi di chi sostiene la diversità e la contrapposizione degli interessi dei soci negando così la natura contrattuale della società (L. MOSSA, *Trattato del nuovo Diritto commerciale. Vol. II: società commerciali personali*, Padova, CEDAM, 1951-1957, 200 ss.)

²⁴ A. BERTELOTTI, *Disposizioni generali sulle società*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Trattato di Diritto Privato*, 16, Torino, UTET, 2009, 175 rinviene peraltro nella inammissibilità di società atipiche non già una deroga al principio di autonomia negoziale, bensì una applicazione del secondo comma del citato articolo 1322 c.c., per cui la costituzione di una società atipica sarebbe per volontà di legge presuntivamente ritenuta inidonea a realizzare gli interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico che possono giustificare, ai sensi di tale disposizione, la conclusione di contratti atipici

²⁵ Il cerchio principale si compone delle disposizioni applicabili a tutte le società per azioni, in quanto tali. Tale cerchio contiene al suo interno il gruppo delle società cd. chiuse e quello delle società che, invece, fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (cd. aperte). Quest'ultimo a sua volta contiene gli insiemi delle società quotate sui mercati regolamentati e quello delle società emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante. Ciascuno di tale cerchio corrisponde, fuor di metafora, ad un diverso “statuto normativo” della società, tale per cui sono previste disposizioni generali per tutte le s.p.a., disposizioni specifiche per le società cd. chiuse, altre specifiche per le s.p.a. che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, e quindi sia per quelle con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante sia per quelle quotate su mercati regolamentati, ed infine disposizioni dettate con specifico riferimento a ciascuna di queste due. Così A. MAFFEI ALBERTI, *Commentario Breve al Diritto delle Società*, Padova, CEDAM, 2017, 246.

Se si vuole, il sistema della società per azioni (ma in generale, il sistema dei tipi e sotto-tipi costruito dalla riforma del diritto societario del 2003) può vedersi strutturato in raggruppamenti che costituiscono, contestualmente *genus* e *species* rispetto ad altri (Così G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma* in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da) *Il Nuovo Diritto delle Società. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, I, Torino, UTET, 2006, 58). Il (singolo) tipo societario (ad es., la S.p.a.), infatti, può costituire un *genus* nel quale sono ricomprese una pluralità di sotto categorie (ad es., i modelli di s.p.a. ricompresi all'interno dell'art. 2325-bis), ma a sua volta costituisce (a seguito della tipizzazione della categoria ad opera della riforma del 2003) *species* del *genus* “società di capitali”, nonché, a monte, *species* del *genus* del (generale) tipo “società” di cui all'art. 2249 c.c. Quest'ultimo, del resto, costituisce a sua volta *species* del *genus* “contratto”, in ragione della natura contrattuale ad esso conferita dall'art. 2247 c.c.

²⁶ Più in generale, la riforma del diritto societario del 2003 ha inteso costruire un quadro normativo in tema di società di capitali il cui intento era quello di mettere a disposizione dei privati una serie di strutture societarie, fra le quali scegliere quella che maggiormente si adattasse alle specifiche esigenze dell'impresa, costituendo i vari modelli di società di capitali un *continuum* avente come punto di partenza la società a responsabilità limitata

fa ricorso al mercato del capitale di rischio, che si scompone nella società con azioni quotate in mercati regolamentati e nella società emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante.

Quanto alla prima, la norma considera espressamente la sola *quotazione su mercati regolamentati*. Per quanto la nozione di *mercato regolamentato* qui rilevante abbia sollevato fondati dubbi²⁷, anche in ragione della mancanza di una sua definizione nel codice civile, non si può non sostenere che l'art. 2325-*bis* c.c. si riferisca unicamente a tale tipologia di sede di negoziazione, escludendo, così, quelle che, secondo l'originaria sistematica del T.U.F., erano denominate *mercati non regolamentati* e che oggi costituiscono le sedi di negoziazione alternative ai mercati regolamentati, ossia, appunto, i *sistemi multilaterali di negoziazione* e i *sistemi organizzati di negoziazione*²⁸.

Per *società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante* si intende, invece, la società che rispetta una serie di requisiti oggi indicati all'art. 2325-*ter*²⁹. La norma espressamente esclude che possa considerarsi società emittente azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante le società le cui azioni sono quotate su mercati regolamentati italiani, ammettendo dunque che una società emittente azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione ovvero quotate su mercati di crescita per le PMI possano essere contestualmente considerate emittenti azioni diffuse

e punto di approdo, quanto a complessità e discipline applicabili, la società con azioni quotate. Si veda sul punto P. MARCHETTI, *Introduzione. Un breve quadro dell'evoluzione della disciplina delle società quotate e le sue prospettive future*, in VENTORUZZO M., *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, 2024, 6.

²⁷ Si veda V. DONATIVI, *Trattato delle Società, Tomo II*, 2022, p. 53. Occorre, per ottenere una definizione di *mercato regolamentato*, far riferimento all'art. 63 T.U.F.

²⁸ L'esclusione dalla fattispecie di cui all'art. 2325-*bis* c.c. per le società emittenti strumenti finanziari negoziati su sistemi multilaterali di negoziazione si fonda, dunque, non già sulla categoria di strumenti finanziari negoziati, che sono in entrambi i casi azioni, bensì dal tipo di struttura sulla quale si svolge la negoziazione.

²⁹ L'articolo 2325-*ter* è stato introdotto ex novo dall'art. 4, comma 3, lettera a) della L. 5 marzo 2024, n. 21 (cd. Legge Capitali), e ripropone con poche modifiche il previgente art. 2-*bis* del Reg. Consob cd. Emittenti, n. 11971 del 1999.

In particolare, La “misura rilevante” della diffusione delle azioni sussiste allorché la compagine sociale si componga di più di cinquecento azionisti titolari ciascuno di partecipazioni inferiori al 3 per cento del capitale. Il primo requisito è quindi una frammentazione del capitale sociale fra un numero consistente di soci, titolari però di partecipazioni di valore particolarmente ridotto. Allo stesso tempo, è necessario che tali azionisti, sebbene ininfluenti se considerati singolarmente, abbiano una propria rilevanza come gruppo, in quanto ulteriore requisito previsto è che essi detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale pari o superiore al 5 per cento. L'ultimo requisito attiene alla società, la quale deve essere di non piccole dimensioni, ossia non rientrare in almeno due dei tre parametri per la redazione del bilancio in forma abbreviata di cui al primo comma dell'articolo 2345-*bis* c.c. Ciò implica avere un totale dell'attivo dello stato patrimoniale superiore ad Euro 5.500.000, ricavi delle vendite e delle prestazioni superiore ad Euro 8.800.000 o almeno 50 dipendenti occupati in media durante l'esercizio.

laddove ne ricorrano i presupposti sopra menzionati. In tali casi, la società si riterrà facente ricorso al mercato del capitale di rischio, e sarà assoggettata alla relativa disciplina³⁰.

Dall'inquadramento teorico del sistema della società per azioni sopra brevemente delineato si ricava che con la riforma del diritto societario del 2003 il legislatore italiano abbia dimostrato la sua disponibilità ad abbandonare la rigidità del *tipo* della società per azioni, in favore di modello “flessibile”, composto di più declinazioni in grado di assecondare le esigenze dei soci e dell'impresa.

Invero, già il legislatore del 2001, nel delegare il governo ad operare una riforma organica del diritto societario, realizzata con il noto d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, proponeva la delineazione di «un modello di base unitario [di società per azioni] e le ipotesi nelle quali le società saranno soggette a regole caratterizzate da un maggiore grado di imperatività in considerazione del ricorso al mercato del capitale di rischio»³¹. La riforma attuativa del decreto citato ha coerentemente costruito il nuovo impianto societario secondo l'appena menzionata *ratio* di progressiva riduzione dell'autonomia statutaria in ragione del ricorso che la società fa al mercato del capitale di rischio, ossia in ragione della sua “apertura”³². La linea che ha ispirato la riforma fu quella di introdurre modelli flessibili, «con un tasso di imperatività crescente man mano che l'attività di impresa si muove verso forme più complesse e aperte, in cui si avverte maggiormente l'esigenza di tutela dei terzi»³³.

Tale approccio consente di affermare che una volta che si sia costruito, spontaneamente, un nuovo statuto normativo, laddove questo si riconnetta a manifestazioni nuove del fenomeno societario, non sia irragionevole, e anzi la “flessibilità” della disciplina lo consente, ipotizzare l'introduzione di un nuovo modello tipizzato di S.p.A.

³⁰ Al 27 marzo 2024 (data a partire dalla quale sono venuti meno gli obblighi di comunicazione alla Consob delle società diffuse per effetto dell'entrata in vigore della legge n. 21 del 5 marzo 2024), le società contestualmente qualificate come emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante (in totale 57) e quotate su Euronext Growth Milan (complessivamente 210) risultavano 19, ossia:

Alfio Bardolla Training Group S.p.a.; Allcore S.p.A.; Confinvest F.L. S.p.A.; Directa SIM S.p.A.; Edilziacrobatica S.p.A.; Franchi Umberto Marmi S.p.A.; Esautomotion S.p.A.; Gibus S.p.A.; Grifal S.p.A.; Health Italia S.p.A.; Illa S.p.A.; Innovatec S.p.A.; Intred S.p.A.; Neosperience S.p.A.; Prismi S.p.A.; Racing Force S.p.A.; Sciuker Frames S.p.A.; Trawell co S.p.A.; Vantea Smart S.p.A.; Villa d'Este S.p.A.

Quasi tutte le società menzionate sono state iscritte nel registro delle società diffuse dopo il processo di quotazione su EGM (fa eccezione, ad esempio Confinvest S.p.A.).

³¹ Art. 4, co.1, Legge 3 ottobre 2001, n. 6.

³² Così C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali – Lezioni di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2006, 18 ss.

³³ Cfr. Relazione al progetto Mirone, sub art. 1, punto 5.

La menzionata flessibilità del sistema dei tipi societari, unita alla già presente e consistente presenza di disposizioni in tema di società negoziate, conduce a ritenere che formato un *corpus* autonomo di disciplina che, per numero e rilevanza delle disposizioni che lo compongono, può ritenersi formare un nuovo (quarto) scalino normativo nel contesto della disciplina della società per azioni, idoneo differenziare tale modello societario rispetto agli altri tre.

4. L'opportunità di una piena tipizzazione di tale quarto modello di s.p.a.

Dopo aver riconosciuto la sussistenza di un vero e proprio statuto normativo della società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione, e aver prospettato l'astratta possibilità che questa venga riconosciuta come nuovo (quarto) "modello" di società per azioni, occorre riconoscere che ciò che si ha davanti è uno scalino normativo privo di un proprio modello tipizzato di riferimento.

Tale circostanza solleva il secondo quesito posto in apertura della presente trattazione. Dove si colloca tale quarto modello di s.p.a. nel contesto della struttura normativa della società per azioni? A monte di tale quesito, tuttavia, se ne pone un altro, che ne costituisce il presupposto, avente ad oggetto la necessità di una piena tipizzazione di tale modello, ossia una sua formale istituzionalizzazione in una norma definitoria, al pari di quanto accade per gli altri due modelli di cui all'art. 2325-*bis* c.c., che valga a differenziarlo dalla s.p.a. cosiddetta "chiusa".

L'attuale incoerenza del sistema complessivo del codice civile, che ha costruito un *corpus* normativo applicabile ad un modello di riferimento non tipizzato, si ritiene che vada quanto prima superata, alla luce delle note esigenze di certezza del diritto, coerenza sistematica e uniformità applicativa. Invero, tale intervento andrebbe nella direzione di costruire un quadro normativo chiaro e prevedibile, e così in grado di garantire un maggior livello di tutela in favore di tutti gli operatori del mercato.

Del resto, sul punto, va rilevato un andamento incoerente del legislatore italiano nel dimostrare, da un lato, di avere contezza del fenomeno della negoziazione su MTF, non mancando di disciplinarne alcuni profili nelle disposizioni menzionate nei paragrafi precedenti, e, d'altra parte, continua a negare un formale riconoscimento di tale realtà

societaria la cui disciplina va ricostruita andando ad individuare le disposizioni che la menzionano ovvero affidandola ai regolamenti di mercato.

Dopo aver riconosciuto la sussistenza di un vero e proprio statuto normativo della società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione, e aver prospettato l'astratta possibilità che questa venga riconosciuta come nuovo (quarto) "modello" di società per azioni, dunque, occorre passare in rassegna le ragioni di opportunità che fondano un tale intervento, nonché le considerazioni circa le modalità con le quali si ritiene che esso vada realizzato.

Ebbene, per le riflessioni che verranno di seguito esposte, in tale sede si intende proporre l'inclusione della categoria societaria in esame nella fattispecie delle *società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, di cui all'art. 2325-bis c.c. Si tratterebbe, invero, di una soluzione che parrebbe rispecchiare la caratteristica economica comune delle società con azioni negoziate su MTF e quella delle società cd. aperte, ossia l'ingresso nella compagine sociale di un novero indistinto di investitori, e la successiva negoziazione agevolata delle azioni, che ne incentiva la liquidità.

Spostando l'attenzione sul piano del diritto, si ritiene che ad un tale allineamento del funzionamento economico di tali società dovrebbe corrispondere una parificazione delle rispettive discipline di fonte legale.

Come più volte ricordato, l'art. 2325-bis c.c. è stato introdotto dal legislatore nel contesto della riforma del diritto societario operata nel 2003.

È noto che, mentre la disciplina delle società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante venne introdotta *ex novo* in quella sede, quella delle società quotate su mercati regolamentati costituiva in verità un *corpus* di normativa speciale già contenuta all'interno del TUF (e prima, nella L. n. 216/1974)³⁴.

L'introduzione di una disciplina speciale per le società quotate, e, nel 2003, per la categoria generale delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, è stata funzionale

³⁴ Si rileva peraltro in dottrina che «lo studio della società per azioni quotata è stato tradizionalmente inteso come l'esplorazione di una "provincia separata dall'impero". L'assenza (iniziale) di un *corpus* organico di regole, l'elevato tecnicismo della disciplina, uniti allo scarso sviluppo del mercato finanziario italiano avevano infatti relegato lo studio della società quotata in un ambito tutto sommato marginale» così, testualmente, P. MONTALENTI, S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, in O. CAGNASSO, L. PANZANI, *Le nuove s.p.a.*, II, Bologna, Zanichelli, 2010, 1805 ss.

ad evitare che le conseguenze di una *deregulation* fossero una *race to the bottom* in luogo di una virtuosa *race to the top*, e ciò è stato ottenuto mediante l'introduzione di forme di limitazione dell'autonomia statutaria³⁵, compatibilmente con l'opposta esigenza di evitare che l'eccessiva regolamentazione costituisse un disincentivo al ricorso al mercato del capitale di rischio.

Per tali società "aperte", infatti, emergeva l'esigenza di favorire la fiducia degli investitori verso tale forma di investimento e così, di riflesso, quella di incentivare un costante e affidabile afflusso di risorse finanziarie in tali società. In tal modo, la legge ha tentato di dare attuazione alla prescrizione di rilievo costituzionale, per la quale «la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio *in tutte le sue forme*» (art. 47, co. 1 Cost.), e deve favorire «l'accesso del risparmio popolare [...] al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese»³⁶.

Ciò che ha portato il legislatore del 2003 ad introdurre un ulteriore scalino normativo fra le società chiuse e, ancora di più, quelle quotate è stata la giusta considerazione che anche nello stadio di raccolta di capitale di rischio dagli investitori, sebbene ancora al di fuori della quotazione, emergano interessi di tutela ulteriori rispetto a quelli connessi al fenomeno societario "chiuso". In particolare, la raccolta di capitali fra il pubblico dipende da un'adeguata disciplina di protezione del socio investitore, in primo luogo riguardante la configurazione del rapporto sociale fra questo e la società *target*³⁷.

³⁵ R. SACCHI, *Autonomia statutaria, competizione fra ordinamenti e giurisprudenza comunitaria*, in M. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Collana I Quaderni della Rivista di diritto civile, Padova, Cedam, 2004, 161 ss.

Favorevoli a una regolamentazione forte della quotazione, D. CASADEI, *La riforma della disciplina delle società con azionariato diffuso (considerazioni sulle proposte di adeguamento)*, in *Riv. soc.*, 1998, 918 ss.; G. ROSSI, A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, 261 ss.

Di contrario avviso, e favorevole a un rafforzamento dell'autonomia statutaria, salvo uno «zoccolo duro di controlli», è P. MARCHETTI, *Osservazioni sui profili societari della bozza di TU dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1998, 149, il quale sostiene che il mercato sarebbe stato in grado autonomamente di valutare le scelte dell'autonomia statutaria e discernere in base a queste le società meritevoli di investimento.

³⁶ Sul tema della configurazione delle norme di diritto societario quali espressione dell'articolo 47 Cost., laddove esse siano poste a presidio degli interessi dalla norma citata tutelati, si veda R. COSTI, *Tutela del risparmio e Costituzione: storia e attualità dell'art. 47*, in *Banca Impresa Società*, 3/2018, 393 ss. il quale evidenzia che «la tutela costituzionale prevista dall'art. 47 concerne tutti i settori economici sui quali viene impiegato il risparmio. Non solo, a me pare che quella tutela concerna anche il risparmio raccolto direttamente dalle imprese, senza passare per gli intermediari finanziari, e che, quindi, anche le norme del diritto societario rientrino nell'ambito di quelle previste dall'art. 47.»

³⁷ G. VISENTINI, *Sub. Art. 2325*, in P. CENDON (a cura di), *Commentario al Codice Civile*, Milano, Giuffrè, 2010, 25 ss., sebbene con specifico riferimento al fenomeno della quotazione sui mercati regolamentati.

D'altra parte, i fenomeni sottesi alle diverse forme di ricorso al mercato del capitale di rischio presentano indubbiamente profili di sovrapposibilità³⁸.

Nello specifico, in primo luogo, vi è l'esigenza di tenere conto della presenza nella società di soci-risparmiatori, i quali tendenzialmente sono titolari di partecipazioni estremamente ridotte nel capitale della società. Ciò comporta da un lato che essi di regola non partecipino alla gestione della società, e che quindi i pochi soci-imprenditori siano di fatto padroni della società, e d'altro lato che occorra conferire effettività agli strumenti di tutela societari della propria posizione di azionista parametrati alla esiguità della loro partecipazione.

Da ciò discende, a cascata, l'esigenza di prendere in considerazione il fenomeno della gestione societaria da parte di pochi azionisti imprenditori, che agevolati dall'abbassamento delle soglie per prendere le decisioni in assemblea, assumono di fatto la gestione della società a fronte di un rischio assunto decisamente non proporzionale.

Dal generale disinteresse dei soci risparmiatori alle dinamiche societarie, e segnatamente alla partecipazione in assemblea, discende l'esigenza, questa volta *della società*, di agevolare il raggiungimento del *quorum* per la costituzione dell'assemblea, la cui attività non può venire "congelata" per il costante mancato raggiungimento della soglia minima di partecipazione.

Tali fenomeni, in ragione della destinazione di parte del capitale sociale alla negoziazione o anche quotazione su sistemi multilaterali di negoziazione, non possono non ritenersi potenzialmente emergenti anche nell'ambito delle società con azioni su tali sedi negoziate.

Profili di comunanza degli interessi di tutela emergono sicuramente con chiarezza se si compara l'accesso ai mercati regolamentati e quello ai sistemi multilaterali di negoziazione, dal momento che entrambi offrono servizi di *listing* e *trading*. Tuttavia, a ben vedere, una pari vicinanza si rinviene anche fra la diffusione delle azioni nelle società diffuse e la negoziazione sui sistemi multilaterali.

Ciò emerge specie se si considera che anche nelle società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante, sebbene diffusione e successiva negoziazione delle azioni debbano considerarsi concetti indipendenti, essi sono in ogni caso in concreto legati, e che anche nella

³⁸ A. GRAZIANI, G. MINERVINI, U. BELVISO, V. SANTORO, *Manuale di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2023, 298 ss.

categoria di società menzionata, il “pubblico” presso il quale sono diffuse le azioni è sia quello degli investitori *retail*, sia quello degli investitori istituzionali³⁹.

Ora, se si condivide un'autorevole ricognizione delle esigenze di tutela che emergono in relazione, in generale, al ricorso al mercato del capitale di rischio⁴⁰, si conclude che esse siano certamente condivise anche dalle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione, nonché dai soci di questi, dagli investitori e dal mercato.

In particolare, in relazione a tutte queste società, vi è l'esigenza di tenere conto della presenza nella società di soci-risparmiatori, i quali tendenzialmente sono titolari di partecipazioni estremamente ridotte nel capitale della società. Ciò comporta da un lato che essi di regola non partecipino alla gestione della società, e che quindi i pochi soci-imprenditori siano di fatto padroni della società, e d'altro lato che occorra conferire effettività agli strumenti di tutela societari della propria posizione di azionista parametrati alla esiguità della loro partecipazione.

Dal generale disinteresse dei soci risparmiatori alle dinamiche societarie, e segnatamente alla partecipazione in assemblea, discende l'esigenza, questa volta *della società*, di agevolare il raggiungimento del *quorum* per la costituzione dell'assemblea, la cui attività non può venire “congelata” per il costante mancato raggiungimento della soglia minima di partecipazione.

Da ciò discende, a cascata, l'esigenza di prendere in considerazione il fenomeno della gestione societaria da parte di pochi azionisti imprenditori, che agevolati dall'abbassamento delle soglie per prendere le decisioni in assemblea, assumono di fatto la gestione della società a fronte di un rischio assunto decisamente non proporzionale.

Tali fenomeni, in ragione della destinazione di parte del capitale sociale alla negoziazione o anche quotazione su sistemi multilaterali di negoziazione, non possono non ritenersi potenzialmente emergenti anche nell'ambito delle società con azioni su tali sedi negoziate, da cui discende la necessità, anche in tali società, di tutelare da un lato i risparmiatori, sia attuali, sia potenziali, e d'altro lato le società, per quanto concerne il loro interesse ad attingere risorse

³⁹ M.L. VITALI, *Società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. NOTARI (a cura di) *Costituzione – Conferimenti*, collana P. MARCHETTI, L. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretta da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 55 ss.

⁴⁰ A. GRAZIANI, G. MINERVINI, U. BELVISO, V. SANTORO, *Manuale di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2023, 298 ss.

a titolo di capitale di rischio, evitando così l'oneroso ricorso al canale bancario⁴¹, in linea con il dettato costituzionale (citato art. 43).

Non sarebbe irragionevole, al fine di consentire la tutela degli interessi appena menzionati, percorrere la strada dell'applicazione a tali società dello statuto normativo delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, ossia, in concreto, dello statuto delle società diffuse, per le quali il comma 2 dell'articolo 2325-*bis* c.c. non fa riferimento ad alcuna ulteriore normativa derogatoria speciale anche esterna al codice, vigente invece per le quotate sui mercati regolamentati⁴².

Conseguentemente, da più parti si sostiene che la fattispecie della società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio debba essere ampliata per ricomprendere in essa anche la categoria delle società cd. negoziate, con opportuna modifica dell'art. 2325-*bis* c.c. e applicazione a tali società dello statuto normativo delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio⁴³.

In particolare, tale posizione è stata assunta da Assonime, nel *position paper* 4/2024⁴⁴. L'Associazione, nel documento menzionato, prospetta una riformulazione della categoria delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, sostenendo la necessità di eliminare da tale nozione gli emittenti diffusi tra il pubblico in misura rilevante e includere nella stessa le società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione⁴⁵.

Dal documento citato si desume dunque una conferma, anche dal mondo delle associazioni di categoria, della necessità di una riconduzione della figura della società con azioni negoziate

⁴¹ La ricognizione degli interessi sottesi alla disciplina societaria delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, che nel testo si ritengono condivisi anche dall'eventuale estensione della medesima alle società con azioni negoziate su MTF, è ripresa da F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale. Volume III. L'impresa e le società*, II, Padova, Cedam, 2004, 47.

⁴² M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. CERA G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico Finanziario*, Bologna, Zanichelli, 2020, 1256.

⁴³ In concreto lo statuto normativo che si renderebbe applicabile sarebbe quello delle società diffuse, per le quali il comma 2 dell'articolo 2325-*bis* non fa riferimento ad alcuna ulteriore normativa derogatoria speciale anche esterna al codice, vigente invece per le quotate sui mercati regolamentati. Così anche M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. CERA G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico Finanziario*, Bologna, Zanichelli, 2020, 1256.

⁴⁴ Si tratta del *Position Papers 4/2024 - Proposte per una riforma organica del TUF. Eliminazione del goldplating, valorizzazione dell'autonomia statutaria, allineamento alle best practice internazionali per rendere più attrattivo il nostro mercato di Borsa*, consultabile all'indirizzo https://www.assonime.it/attivita-editoriale/position-papers/Pagine/Position-Papers-4_2024.aspx

⁴⁵ *Position Papers 4/2024, cit.*, 15.

sui sistemi multilaterali di negoziazione nella categoria delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Sviluppando l'opinione appena espressa, sostenuta dalla dottrina che si è occupata del tema⁴⁶, e la cui fondatezza è stata riconosciuta anche nel Libro Verde del MEF, del 2022⁴⁷, si procederà a fornire alcune considerazioni che fondano e giustificano l'intervento prospettato, da accogliere sia in quanto coerente con il sistema dei modelli della società per azioni come conformato dalla riforma del 2003, sia per ragioni economiche e di opportunità, alla luce dell'effettivo ricorso, da parte delle società con azioni negoziate sui sistemi, al mercato del capitale di rischio.

Quanto alla questione, sollevata dal documento di Assonime, circa il destino delle società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante, nel contesto del presente elaborato, il cui *focus* principale è costituito dagli interventi in tema di società con azioni negoziate su MTF, è sufficiente rilevare che la proposta di eliminare definitivamente la categoria di s.p.a. cd. diffusa presenta convincenti profili di ragionevolezza⁴⁸. Come emergerà nei seguenti

⁴⁶ G.D. MOSCO E F. VELLA, *Illusioni perdute, passi del gambero e futuro di emittenti e mercati*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2024, 20; A. TRISCORNA, *La compliance nelle società quotate all'Euronext Growth Milan (già AIM Italia)*, in *Riv. Dir. Soc.*, 3, 2024, 492. Di avviso simile anche già F. ANNUNZIATA, *AIM Italia e disciplina degli emittenti, 10 anni dopo*, *Riv. Soc.*, 1, 2020, 267, il quale sostiene l'opportunità di «disegnare un regime organico dello status di PMI che si rivolge al mercato, sia esso un mercato regolamentato, o un MTF, alla ricerca di un più stabile punto di equilibrio tra le tre variabili dell'equazione: mercato, emittenti, investitori».

Nel senso favorevole ad un ampliamento della condivisione di profili di disciplina delle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione e di quella delle società quotate su mercati regolamentati anche P. MARCHETTI, *Introduzione. Un breve quadro della disciplina delle società quotate e le sue prospettive di riforma*, in M. VENTORUZZO (a cura di), *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, Torino, Giappichelli, 2024, 17, che rileva «una prima parziale equiparazione tra mercato regolamentato e sistemi multilaterali di negoziazione nella disciplina del diritto di opzione (art. 2441 c.c.). è auspicio generale che questa equiparazione si estenda ulteriormente.

⁴⁷ In particolare, il Libro Verde del Ministero dell'Economia e delle Finanze ha riconosciuto che « per considerare adeguatamente il cambiamento sistematico dell'impostazione europea incentrata su una differenziazione della disciplina in ragione della sede di negoziazione, potrebbe essere considerata l'opportunità di estendere almeno alcune parti della disciplina codicistica applicabile alle società diffuse, quali ad esempio i quorum assembleari, la disciplina degli aumenti di capitale e di raccolta del debito, anche alle società aventi azioni negoziate su un sistema multilaterale di negoziazione (MTF)», p. 33.

⁴⁸ Il tema della revisione della categoria della *società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante*, e, contestualmente, del rafforzamento della considerazione normativa delle società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione, è considerato anche nel Libro Verde del 2022 del Ministero dell'Economia e delle Finanze, che rileva che «Con l'obiettivo di migliorare le condizioni dei mercati primari e secondari, sono state considerate possibili ipotesi di riforma volte, da un lato, al superamento delle peculiarità dell'ordinamento nazionale - come ad esempio la disciplina delle società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante (cd. "società diffuse") - e dall'altro alla valorizzazione delle nuove categorie emergenti, quali le società aventi azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione (MTF)», e che « Al fine di migliorare la chiarezza e l'efficacia del quadro normativo appare condivisa dagli operatori consultati l'opportunità di valutare una semplificazione strutturale della disciplina delle società diffuse, escludendo ad esempio tali società dall'applicazione di quelle norme che sono motivate dallo status di quotazione e che quindi dovrebbero trovare applicazione soltanto con

paragrafi, infatti, le società diffuse costituiscono oggi (ma in verità sin dalla loro istituzione) un modello societario assolutamente residuale, e con poche prospettive di acquisire in futuro una nuova rilevanza.

Cionondimeno, si ritiene che concordare con tale posizione richiederebbe un livello di approfondimento della questione che non può essere contenuto all'interno di un elaborato incentrato sul tema della disciplina delle società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione. Si procederà dunque considerando l'intervento ampliativo dell'art. 2325-*bis* c.c. menzionato sostenendo unicamente che tale disposizione dovrebbe includere anche le società di cui si tratta, ma avendo presente che, probabilmente, occorrerebbe procedere come suggerito da Assonime, ossia, da un lato, estendendo la fattispecie includendo le società con azioni negoziate su MTF, e, d'altro lato, comprimendola eliminando la categoria della società cd. diffuse.

5. Considerazioni di sistema: nuovo vigore ad una categoria in declino.

L'art. 2325-*bis* c.c., distinguendo, nell'ambito delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, quelle quotate e quelle diffuse, adotta evidentemente un approccio pratico, che considera le due concrete declinazioni del "ricorso" al mercato del capitale di rischio, ossia la *diffusione* e la *negoziazione*. La prima presenta una dimensione statica e quantitativa, potendo essere intesa come «il rapporto tra il numero dei titoli e il numero dei loro titolari»⁴⁹. Infatti, nel determinare quando una società per azioni può dirsi *con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante*, la legge (sin dall'introduzione della figura nell'art. 116 TUF) applica criteri "numerici"⁵⁰ e quantitativi.

riferimento alle società quotate sul mercato regolamentato. Questa ipotesi potrebbe tradursi nella eliminazione dal TUF delle disposizioni speciali applicabili agli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico, mantenendo invece l'applicazione delle disposizioni normative del codice civile che a tali emittenti si riferiscono, ad eccezione della disciplina delle operazioni con parti correlate sulla quale è intervenuta l'armonizzazione europea con solo riferimento alle società quotate.» p. 33.

⁴⁹ P. SFAMENI, *Commento sub art. 116*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D. Lgs 24 febbraio 1998, n. 58*, Tomo I, Milano, Giuffrè, 1999, 682.

⁵⁰ Ai sensi dell'attuale art. 2325-*ter*, introdotto *ex novo* dall'art. 4 della Legge Capitali, per società «emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante si intendono gli emittenti italiani non quotati in mercati regolamentati italiani i quali abbiano azionisti, diversi dai soci che partecipano in misura superiore al 3 per cento del capitale, in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5 per cento e superino due dei tre limiti indicati dall'articolo 2345 bis, primo comma», ossia « 1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 5.500.000 euro; 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 11.000.000 euro; 3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 50 unità».

La *negoziiazione* assume invece un connotato dinamico, laddove essa riguarda «la frequenza delle transazioni aventi per oggetto i titoli»⁵¹ emessi dalla società.

L'approccio definitorio appena descritto si fondava peraltro su una ulteriore differenza fra le due manifestazioni dell'apertura al mercato. Invero, esse si distinguono altresì per la presenza, nel caso delle società quotate, e nell'assenza, nel caso delle diffuse, di un momento di scelta di assunzione della qualificazione di società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio. È stato infatti osservato⁵² che, nel caso delle società diffuse, dall'applicazione di criteri unicamente quantitativi discende che il raggiungimento di questi comporti l'acquisto *ope legis* della qualifica menzionata, senza che intervenga una delibera in tal senso della società, come avviene nel caso di quotazione.

Tali considerazioni, elaborate nei primi anni 2000, hanno tuttavia dovuto scontrarsi con l'introduzione, in sede regolamentare, di una serie di requisiti anche qualitativi per l'acquisto della qualifica di società diffusa. In particolare, ai sensi dell'art. 2-*bis* del Regolamento Emittenti della Consob (alla quale l'art. 116 TUF, prima del 2003, e, successivamente, l'art. 111-*bis* delle disposizioni attuative del codice civile, avevano delegato l'individuazione dei criteri sui quali fondare la qualificazione delle società come “diffuse”) stabiliva che fossero altresì necessari altri requisiti che invece implicavano un preventivo momento di decisione da parte della società⁵³ che escludeva che il criterio complessivamente applicato per la determinazione delle società diffuse fosse meramente matematico.

In tale contesto, l'entrata in vigore della cd. Legge Capitali comporta un'inversione di marcia, conferendo nuova validità alla distinzione fra staticità e dinamismo delle due modalità di ricorso al mercato del capitale di rischio. L'art. 4 della legge menzionata, infatti, ha, da un lato, abrogato l'art. 116 TUF, e dall'altro, introdotto *ex novo* il già citato art. 2325-*ter* c.c., prevedendo criteri per l'attribuzione della qualifica di emittente diffuso di natura

⁵¹ P. SFAMENI, *Commento sub art. 116*, cit.

⁵² G. PRESTI, *Riforma della s.p.a. e scalini normativi*, in *Società*, 2003, 329.

⁵³ In particolare, l'art. 2-*bis*, co. 2 del Regolamento Emittenti della Consob prevedeva che « I limiti di cui al comma precedente si considerano superati soltanto se le azioni alternativamente: - abbiano costituito oggetto di una sollecitazione all'investimento o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio; - abbiano costituito oggetto di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato, anche rivolto a soli investitori professionali come definiti ai sensi dell'articolo 100 del TUF; - siano negoziate su sistemi di scambi organizzati con il consenso dell'emittente o del socio di controllo; - siano emesse da banche e siano acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze»

essenzialmente quantitativi, dando nuovamente alla nozione di *diffusione* la connotazione statica che originariamente le era stata riconosciuta.

Fatte tali considerazioni, si può a questo punto affermare che la disciplina specificamente dettata in caso di *ricorso al mercato del capitale di rischio* da parte della società consegue o all'ammissione alla quotazione delle azioni emesse, ovvero alla *diffusione*, ossia alla frammentazione del capitale azionario in un numero considerevole di piccoli azionisti.

Restano dunque attuali le citate parole di chi⁵⁴, in seguito all'introduzione della disciplina speciale in tema di società quotate, riteneva che essa avesse come presupposto sostanziale la larga base azionaria della società e la diffusione dei titoli tra un vasto pubblico di risparmiatori. Tali dati fattuali giustificano oggi non solo la disciplina speciale in tema di società quotate, bensì anche quella in tema di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Occorre ora considerare cosa ha portato il legislatore a ricomprendere in una categoria unitaria le due tipologie di società, per poi concludere che i connotati comuni ad entrambe sono in realtà condivisi, a ben guardare, anche dalla società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione.

Appuntandosi la definizione di società diffusa (oggi unicamente) sul dato quantitativo del numero di soci e dell'entità delle partecipazioni degli stessi, il primo tratto comune che si rinviene fra la società diffusa e la società con azioni quotate (su mercati regolamentati) concerne la caratteristica della frammentazione dell'azionariato, composto da un numero elevato di (piccoli) azionisti. Ciò, del resto, è in linea con l'idea che ispirava la riforma del diritto societario del 2003, la quale, inseriva scalini normativi sulla base non già delle dimensioni delle società, bensì «della composizione del capitale sociale»⁵⁵. Ed infatti, se l'entità della frammentazione è legislativamente individuata nel caso di società con azioni diffuse, nel caso del mercato regolamentato «il volume e l'oggetto delle negoziazioni che esso

⁵⁴ F. GALGANO, *La società per azioni*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Padova, Cedam, 1988, 46

⁵⁵ V. BUONOCORE, *Premessa*, in V. BUONOCORE (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Torino, Giappichelli, 2003, 3.

presuppone consentono di ritenere in concreto realizzata la riferita frammentazione della compagine sociale», e quindi «l'effettiva ricorrenza di un “mercato dei capitali”»⁵⁶.

Altro punto in comune fra le due categorie di società è il carattere indefinito del *pubblico* degli investitori titolari di loro azioni. Se tale circostanza è intrinseca nel mercato regolamentato (sul quale, per questo motivo, viene imposta la diffusione di un Prospetto Informativo), al quale possono accedere tutti gli interessati, nel caso delle società diffuse non è impossibile (sebbene inverosimile) che i titolari delle azioni non siano stati previamente individuati dalla società. Ebbene, in tal caso, non ricorrerebbe la fattispecie di società diffusa, la quale, invece, richiede che la società abbia fatto appello al risparmio di un pubblico indefinito di sottoscrittori interessati, ossia che si sia rivolta *ad incertam personam*⁵⁷.

Entrambi tali connotati comuni fra società quotate e società diffuse possono ritenersi condivisi anche dalle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione.

Invero, sul piano della frammentazione dell'azionariato, la negoziazione sui sistemi multilaterali comporta che una parte del capitale sociale sia stato destinato agli investitori⁵⁸. In mancanza, o in caso di misura irrisoria, la società non avrebbe avuto interesse ad accedere al mercato⁵⁹. Va riconosciuto che, comunque, poche delle società quotate su Euronext Growth Milan rientrano nella categoria delle società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante⁶⁰. Tuttavia, proprio la circostanza che una quota di società quotate su EGM rispettino i parametri in termini di azionariato perché esse possano considerarsi società

⁵⁶ P. ABBADESSA, E. GINEVRA, *Art. 2325-bis*, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES, *Società di Capitali. Commentario. Volume Primo*, Napoli, Jovene Editore, 2004, 15.

⁵⁷ E. LA MARCA, *La società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante*, *Riv. Dir. Impr.*, Napoli, 2021, p. 56. Dello stesso avviso anche A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, in P. PERLINGIERI (diretto da) *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2005, 7.

⁵⁸ Si ricordi, con riferimento al mercato Euronext Growth Milan, il requisito del flottante minimo pari al 10% del capitale sociale. Mediamente, tuttavia, in sede di IPO, il flottante costituito è pari al 29,8% (così emerge dal Report annuale di Borsa italiana “Borsa Italiana per le PMI”, consultabile all'indirizzo web: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc.pdf>).

⁵⁹ Si considerino i seguenti dati sulla composizione dell'azionariato di talune delle società quotate su Euronext Growth Milan.

- Haiki+ S.p.A.: capitale sociale € 10.532.567,45, di cui il 54,65% destinato al mercato
- Mare Engineering Group S.p.A.: capitale sociale € 4.516.649,32, di cui il 44,98% destinato al mercato;
- OSAI Automation System S.p.A. Società Benefit: capitale sociale € 1.613.050,70, di cui il 48,3% destinato al mercato;
- BolognaFiere S.p.A.: capitale sociale € 194.811.457, di cui il 28,02% destinato al mercato;
- I.CO.P. S.p.A. Società Benefit: capitale sociale € 30.050.250,00, di cui il 16,81% destinato al mercato.

⁶⁰ Come rilevato anche da F. FORNASARI, *Quotazione sui mercati di crescita e disciplina degli emittenti*, *Giur. comm.*, 5, 2022, 809.

diffuse, e il fatto che (quasi tutte) abbiano acquisito tale qualifica successivamente alla quotazione, testimonia l' idoneità dell'accesso alle negoziazioni su tale *trading venue* a frammentare il capitale sociale delle società ivi quotate.

Sul piano dell'indeterminatezza del pubblico degli investitori, trattandosi di sedi di negoziazione nei quali le negoziazioni svolgono secondo regole non discrezionali, e sulle quali possono accedere tutti gli interessati, anche tale requisito deve ritenersi soddisfatto⁶¹. Del resto, non a caso, è ben possibile che, nei mercati di crescita per le PMI, l'IPO sia un'offerta mista rivolta anche a investitori *retail*, e in tal caso l'emittente è tenuto a elaborare e diffondere il Prospetto Informativo (sebbene nella meno onerosa forma del Prospetto UE della crescita, ex art. 15 Regolamento UE 2017/1129).

Posto che i tre modelli di S.p.A. presi in considerazione condividono i tratti appena menzionati, va ulteriormente sottolineato come l'ampliamento della categoria delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio possa non solo considerarsi in linea con la volontà del legislatore della riforma del 2003 di introdurre una gradazione della imperatività delle disposizioni societarie a seconda del grado di complessità e apertura della società⁶², ma addirittura in grado di dotarla di effettività.

Invero, se la finalità della nuova disciplina societaria era quella di consentire agli operatori la scelta tra una pluralità di moduli organizzativi, abbandonando la rigidità dei tipi⁶³, l'introduzione di un modello ulteriore di s.p.a., un quarto "scalino normativo" è da considerarsi quasi un'attuazione della riforma, nella misura in cui mette a disposizione degli operatori un'ulteriore struttura societaria che "anticipi" quella da adottare una volta che si raggiunga la quotazione finale nei mercati regolamentati⁶⁴.

⁶¹ Elemento caratterizzante la fattispecie dell'MTF, condiviso con quella del mercato regolamentato, è la non discrezionalità che connota il *matching* dei contrapposti interessi di acquisto e di vendita manifestati sul mercato (cfr. numeri 21 e 22, par. 1, art. 4 Direttiva MiFID II, che, sia nella definizione di mercato regolamentato che di sistema multilaterale di negoziazione menzionano le *regole non discrezionali* che occorre che il sistema ponga alla base dell'incontro degli interessi multipli di acquisto e di vendita.

⁶² Così si esprimeva la già citata Relazione al progetto Mirone, sub art. 1, punto 5.

⁶³ P. MONTALENTI, *La società quotata*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, IV, Padova, Cedam, 2004, 35.

⁶⁴ I vari modelli di società di capitali costituiscono un *continuum* avente come punto di partenza la società a responsabilità limitata e punto di approdo, quanto a complessità e discipline applicabili, la società con azioni quotate su mercati regolamentati. Così P. MARCHETTI, *Introduzione. Un breve quadro dell'evoluzione della disciplina delle società quotate e le sue prospettive future*, in VENTORUZZO M., *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, 2024, 6

Non solo. È stato rilevato, che la riforma del 2003 ha istituito uno scalino normativo non tanto fra le società chiuse e quelle quotate, bensì tra le prime e le società aperte (che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio) dal momento che le differenze fra le discipline delle società quotate e di quelle diffuse sono minori di quelle sussistenti fra le società chiuse e quelle aperte⁶⁵. Il fine era quello di incentivare la quotazione⁶⁶ «quale via privilegiata per raccogliere il capitale di rischio con l'accostamento delle società “quotate” a quelle “diffuse”»⁶⁷.

La capacità delle società con azioni diffuse di raggiungere tale scopo è stata da molti contestata⁶⁸. È stato infatti evidenziato come una società che valuti la quotazione sovente non presenti i caratteri necessari affinché si possa considerare società diffusa, e ciò fa venir meno la sequenza immaginata dal legislatore per cui dalla società chiusa si passi a quella diffusa e poi alla quotata⁶⁹.

Al contrario, questa si configura come verosimile laddove si inserisca, nello “scalino intermedio” fra la società chiusa e quella quotata, la categoria delle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione. Invero, non essendoci requisiti per l'acquisto di tale qualifica, se non l'ammissione delle azioni su un MTF, si può ipotizzare che, per tali società, la successiva quotazione sia certamente un evento che, quantomeno astrattamente, costituisca davvero l'obiettivo finale. Conseguentemente, lo statuto normativo delle società che fanno ricorso al pubblico risparmio assumerebbe la sua originaria funzione di “palestra” per la *successiva* adozione da parte della società del ben più approfondito *corpus* di normativa speciale in tema di quotate. Del resto, le società con azioni negoziate fra il pubblico in misura rilevante, lo si è visto, sono già destinatarie di profili di disciplina in

⁶⁵ Così M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. CERA G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico Finanziario*, Bologna, Zanichelli, 2020, 1256; A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse in maniera rilevante; una prima analisi del nuovo punto di contatto tra diritto commerciale e diritto dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 839.

⁶⁶ Segnala come «la forma intermedia fra il “modello base” di s.p.a. e il modello della s.p.a. con azioni quotate dovrebbe svolgere la funzione di “acclimatare” le società (e i soci di controllo) desiderose di fare il balzo verso la quotazione, attraverso la loro sottoposizione ad una disciplina codicistica più rigida di quella prevista per le “s.p.a.” chiuse» E. MONIACI, *Sub. Art. 2325-bis*, in P. CENDON (a cura di), *Commentario al Codice Civile*, Milano, Giuffrè, 2010, 55.

⁶⁷ M. L. VITALI, *Società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. NOTARI (a cura di) *Costituzione – Conferimenti*, collana P. MARCHETTI, L. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretta da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 38 ss.

⁶⁸ G. PRESTI, *Riforma della s.p.a. e scalini normativi*, in *Società*, 2003, 325.

⁶⁹ E. MONIACI, *Sub. Art. 2325-bis*, in P. CENDON (a cura di), *Commentario al Codice Civile*, Milano, Giuffrè, 2010, 55.

comune con quella delle quotate su mercati regolamentati (*in primis* quelli in tema di trasparenza *ex* Regolamento cd. MAR e in parte di Prospetto informativo *ex* Regolamento cd. Prospetto), per cui sotto certi aspetti esse sono anche più “proiettate” verso, e pronte alla, successiva quotazione. Non a caso, il numero e il valore complessivo dei *translisting* di società originariamente quotate su Euronext Growth Milan verso il mercato regolamentato Euronext Milan non sono per nulla irrisonanti⁷⁰.

Sul piano della effettività, va rilevato come da più parti, già all’indomani della riforma, è stato evidenziato come l’introduzione della categoria delle società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante sia parsa inidonea a costruire, se non in astratto⁷¹, un vero e proprio “scalino” intermedio fra le società chiuse e quelle quotate su mercati regolamentati, alla luce della esiguità del numero che ha da sempre contraddistinto il novero delle società diffuse⁷².

Ebbene, dall’insuccesso di una tale categoria societaria discende l’insuccesso dell’obiettivo di utilizzarla come scalino di passaggio per l’obiettivo finale della quotazione. Di qui l’utilità dell’ampliamento del novero delle società che fanno ricorso al mercato di rischio ricomprendendo nella categoria le società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione.

Invero, ciò risulta ragionevole, alla luce della concreta conformazione della realtà societaria italiana, alla luce della maggior rilevanza del fenomeno della negoziazione su MTF rispetto a quello della diffusione delle azioni, come testimonia il numero, degno di nota anche in

⁷⁰ In particolare, come rilevato dal Comunicato stampa di Irtop Consulting – Osservatorio ECM del 2 gennaio 2025 (consultabile all’indirizzo web <https://www.irtop.com/wp-content/uploads/2025/01/2025-01-02-IRTOP-CONSULTING-CS-IPO-EGM-2024.pdf>) sono complessivamente 25 gli emittenti EGM che hanno perfezionato il *translisting* verso Euronext Milan, per una capitalizzazione complessiva pari a 7,4 miliardi di euro. Inoltre, lo studio rileva che al 31 dicembre 2024 le 25 società quotate sul mercato principale capitalizzano complessivamente 10,1 miliardi di euro, registrando una performance media dal *translisting* pari a +51%.

⁷¹ La natura “sbeccata” sotto il profilo soggettivo della categoria delle società veniva rilevata già in G.D. MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, in *Riv. Soc.*, 2004, 861 ss. In particolare, l’A. evidenzia che «i criteri di individuazione introdotti dalla Consob hanno reso di fatto virtuale la categoria delle società aperte non quotate». Occorre certamente dare atto che al tempo in cui scriveva l’A., i criteri della Consob erano diversi da quelli attuali (peraltro ora contenuti nel codice civile e limitati ai requisiti quantitativi, essendo venuti meno quelli qualitativi di cui alla precedente normativa di fonte regolamentare). Tuttavia, le considerazioni sopra esposte restano attuali nella misura in cui da un lato la Consob ha negli anni ristretto la categoria delle società con azioni diffuse innalzando, ad esempio, il numero di azionisti minimo necessario per ricomprendere la società nella categoria (da 200 a 500) e, d’altro lato, la realtà economica non ha mai dimostrato una diffusione concreta delle società diffuse.

⁷² Dall’ultimo elenco della Consob, consultabile sulla pagine web dell’Autorità, all’indirizzo <https://www.consob.it/web/area-pubblica/elenco-emittenti-titoli%20diffusi> (aggiornato al 27 marzo 2024) ne risultano 57, peraltro prevalentemente istituti bancari.

considerazione delle concrete prospettive di crescita dello stesso, di società con azioni negoziate sulle sedi di negoziazione menzionate⁷³, e che dunque potenzialmente rende la categoria un reale trampolino di lancio per la quotazione sui mercati regolamentati⁷⁴.

Peraltro, la medesima *ratio* di “accompagnamento” della società chiusa verso la quotazione è condivisa anche dal principale sistema multilaterale di negoziazione in Italia, il più volte citato Euronext Growth Milan. A partire dal 2020 il sistema offre uno specifico segmento, il Segmento Professionale, che ha esattamente il fine di anticipare l’accesso al mercato dei capitali da parte di società ancora estremamente poco strutturate (*start-up* o addirittura *scale-up*) e certamente ancora non “candidabili” per la quotazione (né tantomeno, del resto, per l’assunzione della qualifica di società diffusa). In tal modo, tuttavia, si realizza il fine, ampiamente riconosciuto come prioritario, di rendere disponibili per le società canali di finanziamento alternativi a quello bancario⁷⁵.

Anche dal punto di vista strettamente legislativo, si rileva la sempre maggiore attenzione dedicata dal legislatore, più che alle società diffuse, a quelle con azioni negoziate sui sistemi multilaterali, che si inseriscono nell’obiettivo di incentivare alla quotazione il maggior numero

⁷³ Solo il mercato Euronext Growth Milan, come emerge dai dati di mercato aggiornati al marzo 2025, conta 207 emittenti.

⁷⁴ Tale potenzialità dei sistemi multilaterali di negoziazione, e segnatamente dei mercati di crescita per le PMI è evidenziata anche dal Libro Verde del 2022 del Ministero dell’Economia e delle Finanze, che, prospettando interventi di efficientamento della normativa sul tema, rileva che «i mercati di crescita per le PMI dovrebbero più compiutamente assolvere la funzione di incubazione prima, e piattaforma di transizione dopo, per gli emittenti che decidessero di passare al mercato superiore senza però che tale passaggio risulti eccessivamente gravoso.»

⁷⁵ Ferma restando l’indubbia e incontestata assoluta prevalenza del ricorso al finanziamento bancario da parte delle imprese italiane (cd. bancocentrismo), è utile osservare come questa circostanza si traduca in un effettivo “peso” per l’impresa stessa. Rileva infatti lo studio di Assolombarda, *Il Capitale di rischio, priorità e prospettive per la crescita e lo sviluppo delle imprese*, 2024, 11 (disponibile all’indirizzo web <https://www.assolombarda.it/servizi/credito-finanza-e-incentivi/documenti/capitale-di-rischio-priorita-e-prospettive-per-la-crescita-e-lo-sviluppo-delle-imprese>), che «Nel 2022, la leva finanziaria delle imprese italiane, calcolata come rapporto tra i debiti finanziari e la somma dei debiti e del patrimonio netto, si è attestata intorno al 40%, registrando una riduzione del 10% rispetto al dato del 2011.2 Nonostante questa riduzione, il livello attuale della leva finanziaria delle imprese italiane seppure in linea con quello delle imprese tedesche rimane ancora elevato rispetto ad altri paesi europei. Ad esempio, Spagna e Francia hanno un rapporto del 30%, mentre negli Stati Uniti si registra un valore leggermente superiore al 20%. Il debito bancario rappresenta ancora la maggioranza dei debiti finanziari delle imprese italiane, costituendo poco più del 50%. Al contrario, il finanziamento tramite obbligazioni societarie emesse sul mercato è ancora marginale rispetto ad altre economie avanzate».

Del resto, si tratta di una tendenza connotante non soltanto l’Italia, ma in generale anche l’economia degli Stati dell’Unione Europea. Le istituzioni europee hanno infatti avvertito il fenomeno dell’insufficiente ricorso delle imprese al mercato dei capitali (si veda *Statement of the Eurogroup in inclusive format on the future of Capital Markets Union*, disponibile al link <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2024/03/11/statement-of-the-eurogroup-in-inclusive-format-on-the-future-of-capital-markets-union/>) ed è in corso il noto complessivo progetto di creazione di una completa e adeguata Capital Markets Union.

di società possibile, specie se PMI. Significative, in tal senso, sono le parole del Libro Verde del 2022 elaborato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, che rilevano che «le “società diffuse” rappresentano una categoria residuale, per taluni aspetti non più attuale alla luce della progressiva evoluzione della normativa europea applicabile agli emittenti strumenti finanziari negoziati su MTF e alle società operanti nel settore bancario e assicurativo (in relazione alle quali sussistono specifiche disposizioni di *governance* e di trasparenza)»⁷⁶.

Del resto, per concludere tale disamina delle considerazioni di ordine sistematico, occorre considerare cosa comporti la mancata estensione della categoria di cui all'art. 2325-*bis* alle società in analisi, che vuol dire del resto riflettere sull'attuale posizione della società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione nella struttura dei “modelli” della S.p.A.

Ebbene, oggi, tale società è, a rigor di termini, da considerarsi “chiusa”, se si considera che, con l'introduzione dell'art. 2325-*bis* c.c., per *società chiusa* si intende la società che non sia quotata su mercati regolamentati e né abbia azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante⁷⁷.

Tuttavia, una tale qualificazione della società le cui azioni sono state in parte sottoscritte da un pubblico indefinito di investitori, e che dunque presenta azionisti divenuti tali in una semplice ottica di investimento, i quali tendenzialmente danno vita ad una successiva negoziazione in secondario delle azioni medesime, è incompatibile, evidentemente, con la nozione concreta di società chiusa. In quest'ultima, infatti, i soci, anche laddove non componenti la maggioranza governante, non possono considerarsi meri risparmiatori, indifferenti alla gestione dell'impresa, assimilabili, cioè, ai soggetti che figurano come soci in una S.p.a. che ha fatto ricorso al mercato del capitale di rischio e che hanno apportato risorse solo in un'ottica di investimento⁷⁸. Cade dunque in errore, oggi, la legge, quando guarda ai soci di minoranza delle società con azioni negoziate su MTF e li pone sullo stesso piano dei soci occupanti la stessa posizione nelle (vere) società chiuse.

⁷⁶ Si tratta del Libro Verde del 2022 sulla *Competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, consultabile all'indirizzo https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/dipartimento/consultazioni_pubbliche/LibroVerde-04.pdf.

⁷⁷ G.D. MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, in *Riv. Soc.*, 2004, 863.

⁷⁸ L. ROVELLI, *La genesi e i Contenuti Qualificanti della Riforma*, in O. CAGNASSO, L. PANZANI (a cura di) *Le Nuove s.p.a. Volume Primo. La s.p.a. Profili Comparatistici. La costituzione*, Bologna, Zanichelli, 2013, 59.

6. Considerazioni economiche: l'effettivo ricorso al mercato del capitale di rischio.

Alla medesima conclusione, del resto, si giunge considerando un ulteriore aspetto che riconoscerebbe all'intervento di modifica dell'art. 2325-*bis* c.c. sopra prospettato un connotato di ragionevolezza e idoneità della legge a stare al passo con i mutamenti della realtà economica.

Invero, da un punto di vista pratico, avere una disposizione di legge che definisce le “società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio” e che tuttavia non menziona le società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione configura un'incongruenza che rende la definizione una *factio* terminologica incompleta, in quanto non idonea a ricostruire il reale novero delle società che attingono risorse dal mercato di capitale di rischio.

Non è dato infatti negare che alla base del *trading* di azioni su MTF e, ancora di più, della quotazione su un mercato di crescita per le PMI non vi sia un ricorso al mercato del capitale di rischio. Ciò è reso evidente se si tenta di risalire alla nozione di *mercato del capitale di rischio*.

Tale nozione, se considerata quale mero elemento della fattispecie di cui all'art. 2325-*bis* c.c., non solleva rilevanti esigenze di definizione sul piano giuridico. Essa viene infatti impiegata dalla norma essenzialmente come “rimando testuale”, che consente di rendere applicabile le norme, nella cui fattispecie essa figura, tanto alle società quotate su mercati regolamentati quanto alle società con azionariato diffuso. L'art. 2325-*bis* c.c., così letto, ha una portata essenzialmente definitoria, ed invero nessuna norma concretamente prescrittiva è da esso fornita. Essa si limita a sancire che ai fini dell'applicazione delle disposizioni di cui al Titolo V, per *società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio* sono i due modelli di s.p.a. già menzionati, secondo un'impostazione che riflette un positivismo giuridico che rasenta un'applicazione della dottrina pura del diritto kelseniana.

Eppure, essa non può rimanere definita solo alla luce della sua bipartizione fra due manifestazioni del modello societario. Occorre dunque darle una definizione autonoma, che, ai fini del presente elaborato, è utile per comprendere i confini entro i quali essa può espandersi. La legge (codice civile e TUF) non sono d'aiuto su tale fronte, non fornendo alcuna definizione tipica della nozione, che occorre dunque ricavare in via interpretativa.

È utile, tuttavia, partire da una norma del TUF, il quale prima del 2003, nel definire gli *strumenti finanziari* (art. 1, co. 2), menzionava *in primis* (lett. a) «le azioni e gli altri titoli

rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali»⁷⁹. Le azioni, frazioni di capitale sociale, venivano dunque considerati, negli anni della riforma, anche titoli rappresentativi di capitale di rischio.

Ed effettivamente, da un approfondimento esegetico della nozione di *capitale di rischio* si ottiene che esso coincida di fatto con il *capitale sociale* della società. La diversa formulazione (capitale di *rischio*) si giustifica solo in quanto essa vale tradizionalmente a distinguere due forme di investimento nella società, quello avente ad oggetto, riprendendo la distinzione propria della letteratura inglese, l'*equity capital* da quello rivolto al *debt capital*. Oltremanica, l'*equity capital* è anche definito *risk capital* (capitale di rischio), per evidenziare la circostanza che l'investitore che sottoscrive *equity* «is the last in the queue to be paid»⁸⁰.

Portando la questione nel nostro ordinamento, la nozione di capitale di rischio si ricollega alla tradizionale distinzione fra soci e creditori (obbligazionisti), che già da tempo veniva ricondotta, di fatto, a quella fra soggetti rispettivamente *non sottratti* e *sottratti* alle sorti della società, almeno nei limiti della solvibilità della stessa, ossia esposti o non esposti ai rischi dell'andamento della società⁸¹.

Nel contesto dell'art. 2325-*bis* c.c., l'azione viene dunque ad atteggiarsi come «paradigma» della partecipazione al rischio della società⁸², ed è dunque al mercato nel quale vengono

⁷⁹ Oggi, la definizione di strumento finanziario è contenuta all'interno dell'art. 1, co. 2 TUF con rimando alla Sezione C dell'Allegato I del TUF stesso. Quest'ultimo, al numero 1, menziona i *valori mobiliari*, i quali sono definiti dall'art. 1, co. 1-*bis* TUF come quelle «categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio: a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società», ma anche le obbligazioni e gli altri titoli di debito (lett. *b*).

⁸⁰ Così R. CRANSTON, *Principles of Banking Law*, Oxford, 1997, 326 ss.

⁸¹ In tali termini si esprimeva già T. ASCARELLI, *Varietà di titoli di credito e investimento*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1, 2 ss.

⁸² Così M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. CERA G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico Finanziario*, Bologna, Zanichelli, 2020, 1244.

acquistate e scambiate azioni che la norma fa riferimento parlando di mercato del capitale di rischio, tanto laddove si consideri l'oggetto della *quotazione*⁸³, quanto quello della *diffusione*⁸⁴.

D'altra parte, il riferimento al *mercato*⁸⁵ non è, nella nozione, privo di rilevanza, in quanto è *il ricorso al mercato* che comporta l'applicazione dello specifico statuto normativo predisposto dal legislatore. L'accesso al *mercato* del capitale di rischio è, quindi, ciò che concretamente rende applicabile la disciplina, ed esso si sostanzia nella cessione di parte del capitale sociale ad un pubblico indefinito di investitori interessati, al fine di far confluire risorse nella società senza che questa sia tenuta a restituire quanto ricevuto, e la successiva negoziazione dei titoli azionari così sottoscritti.

Traendo le somme delle considerazioni appena formulate, si ricava che l'accesso al mercato del capitale di rischio, ossia il *ricorso* a quest'ultimo da parte della società, ricorre allorché la società abbia accolto un novero indistinto e "incontrollato" di nuovi *azionisti*⁸⁶, al fine di ottenere da questi ultimi le somme dovute per la sottoscrizione delle azioni, ma anche

⁸³ Coerentemente, la norma è chiara nell'escludere dalla disciplina specificamente dettata quelle società che pur avendo titoli di debito o strumenti finanziari di cui all'art. 2346 co. 6 quotati o diffusi fra il pubblico in misura rilevante, non abbiano strumenti rappresentativi di capitale sociale parimenti quotati o diffusi. È quindi la sola quotazione di strumenti *equity* a rilevare, e a condizione che questa avvenga su mercati regolamentati.

Invero, è rimasta minoritaria la tesi che prospettava un'interpretazione estensiva che consentisse di ricomprendere nel novero delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio quelle che emettono titoli i quali, sebbene non azionari, risentono comunque del rischio d'impresa (tesi riconducibile a M. MINERVINI, *Commento all'art. 2325-bis*, in M. SANDULLI, V. SANTORO, *La riforma delle società*, II, Torino, Giappichelli, 16).

⁸⁴ M.L. VITALI, *Società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. NOTARI (a cura di) *Costituzione – Conferimenti*, collana P. MARCHETTI, L. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretta da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 55.

⁸⁵ Per "mercato" il legislatore intendeva evidentemente riferirsi al mercato *mobiliare*, che è quello che consente di reperire risorse a titolo di capitale di rischio.

Sul punto, occorre tenere a mente che al tempo in cui la nozione fu introdotta non era ancora invalsa sul piano legislativo la diversa formulazione di *sede di negoziazione*, che oggi contempla ogni sistema per la quotazione e/o la negoziazione di strumenti finanziari. La terminologia prevalentemente adottata era, appunto, quella di "mercato", e l'unica distinzione operata era quella fra mercati regolamentati e mercati non regolamentati, essenzialmente finalizzata a distinguere i mercati borsistici dagli altri, non ufficiali, che iniziarono a diffondersi in seguito alla caduta dell'obbligo di concentrazione degli scambi anche in Italia.

Del resto, c'è da dire che anche oggi le espressioni mercato del capitale di rischio e sedi di negoziazione non sono sovrapponibili. Invero, la prima fa specificamente riferimento a mercati per lo scambio di prodotti *equity* o *equity-like*, mentre la seconda (sia i mercati regolamentati, che MTF e OTF) consente la negoziazione di strumenti finanziari, categoria che ricomprende titoli anche diversi dalle azioni e dai titoli comunque rappresentativi di capitale di rischio.

⁸⁶ Ossia di sottoscrittori di (soli) titoli azionari, dovendo condividere l'opinione maggioritaria che ritiene che l'art. 2325-*bis* c.c. faccia riferimento alle sole azioni quali titoli oggetto di diffusione o di quotazione (così, fra gli altri, E. BARCELLONA, *S.P.A. "aperte" e "chiuse"*, in V. DONATIVI (a cura di), *Trattato delle società. Società per azioni*, II, Milano, UTET, 2022, 51.

laddove si registri la circostanza che i titoli azionari possano circolare, in funzione di investimento, senza che siano ammesse limitazioni.

Se quanto detto è vero, sia i mercati regolamentati che i sistemi multilaterali di negoziazione devono considerarsi mercati del capitale di rischio. Invero, essi offrono i medesimi servizi di *trading* e (potenzialmente per gli MTF, laddove “*primary*”) di *listing* di azioni, configurando, in tal modo, entrambi dei mercati del capitale di rischio.

D'altra parte, sia il fenomeno dell'ammissione delle azioni su una sede di negoziazione (mercato regolamento e sistema multilaterale di negoziazione) sia quello della diffusione delle azioni fra il pubblico in misura rilevante, configurano un ampliamento della compagine azionaria in favore di investitori estranei al “nucleo” ristretto dei soci originari della società e non individuati preventivamente. In tutti e tre i casi, cioè, la società “perde il controllo” della titolarità di parte del capitale sociale, in favore del mercato e nell'ottica di reperire risorse senza obbligo di rimborso.

Invero, rilevanti sul punto sono i dati rilevanti concernenti la capitalizzazione di mercato complessiva delle società e il numero di transazioni che si svolgono sugli MTF⁸⁷. Tali dati, se confrontati con quelli concernenti il mercato regolamentato Euronext Milan, sono innegabilmente ancora modesti⁸⁸. Tuttavia, potrebbero essere sufficienti per giustificare l'intervento sull'art. 2325-*bis* c.c. prospettato in quanto testimoniano che un certo ricorso al mercato del capitale in tali società vi è indubbiamente.

⁸⁷ Stando al Bollettino Statistico n.26 della Consob (del gennaio 2025, consultabile all'indirizzo web: https://www.consob.it/web/area-pubblica/abs-bs/-/asset_publisher/FfIGfWYj5e15/content/bollettino-statistico-26-mercati/11973), la capitalizzazione di mercato complessiva dei principali MTF che trattano strumenti *equity* è pari a 11,8 miliardi di euro (8,2 complessivi per EGM e 3,6 per Vorvel).

Quanto al valore complessivo delle transazioni che avvengono su tali mercati, lo stesso Bollettino Statistico attesta che complessivamente questo sia pari a (soli) 2,2 miliardi di euro (di cui 2,1 riguardano le transazioni su EGM).

⁸⁸ Il Bollettino Statistico Consob di cui alla nota precedente individua il valore della capitalizzazione complessiva di Euronext Milan in 824 miliardi di euro e un valore complessivo delle transazioni pari a 653, 7 miliardi di euro.

In particolare, la composizione del mercato EGM in termini di capitalizzazione delle singole società risulta così delineata (in base ai dati contenuti nel Report annuale di Borsa italiana “Borsa Italiana per le PMI”, consultabile all'indirizzo web: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc.pdf>):

- n. 56 società con una capitalizzazione inferiore a 10 milioni di euro;
- n. 63 società con una capitalizzazione compresa fra i 10 e i 25 milioni di euro;
- n. 37 società con una capitalizzazione compresa fra i 25 e i 50 milioni di euro;
- n. 21 società con una capitalizzazione compresa fra i 50 e i 100 milioni di euro;
- n. 8 società con una capitalizzazione compresa fra i 100 e i 150 milioni di euro;
- n. 9 società con una capitalizzazione compresa fra i 150 e i 250 milioni di euro;
- n. 3 società con una capitalizzazione compresa fra i 250 e i 500 milioni di euro

7. Riflessione su taluni profili di disciplina. Cenni sull'ordinamento francese.

Quando si tratta di considerare interventi sulla disciplina delle società, occorre sempre tenere bene a mente la realtà economica ad esse sottostante, e prendere in considerazione le diverse necessità di cui i vari operatori del mercato sono portatori.

In particolare, trattando di società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione, occorre in primo luogo ricordare il contesto della nascita di tali sedi di negoziazione, e segnatamente di quella dei mercati di crescita per le PMI.

Tali sedi sono, e devono rimanere, geneticamente strutturate in modo tale da consentire un accesso agevole alle negoziazioni che sulle stesse si svolgono. In questo, infatti, si sostanzia la loro autonomia rispetto ai mercati regolamentati, con i quali, come emerge dalle definizioni normative fornite nella Direttiva MiFID II e dal TUF, per il resto, condividono le modalità di concreto funzionamento e, in parte, i servizi offerti.

D'altra parte, specie quando si parla di mercati di crescita per le PMI, tali sedi di negoziazione, in ragione della disciplina più snella che deve contraddistinguere l'accesso su di esse, sono finalizzate a promuovere il ricorso, anche delle società meno strutturate, e segnatamente delle PMI, al finanziamento tramite il pubblico risparmio⁸⁹, favorendo l'autonomia delle stesse dal tradizionale canale bancario.

Per fare ciò, occorre conservare una regolamentazione snella dei mercati, e rendere effettivamente conveniente l'accesso agli stessi da parte di tali società poco strutturate⁹⁰, senza tuttavia poter dimenticare le esigenze di tutela degli investitori e del mercato evidenziate nei paragrafi precedenti. Sussiste infatti la nota, e logica, correlazione che lega l'entità degli

⁸⁹ Sul punto, il Libro verde della Commissione sulla *Capital Market Union* del 2015, pag. 11, evidenzia che «Durante la crisi le PMI hanno patito più delle grandi imprese le difficoltà di accesso ai finanziamenti. Abitualmente le informazioni sulle PMI sono limitate e in genere detenute dalle banche; alcune PMI hanno difficoltà a entrare in contatto con una base più ampia di investitori non bancari che possono soddisfare le loro esigenze di finanziamento. Migliorare le informazioni sulla situazione creditizia contribuirebbe a realizzare un mercato dei capitali efficiente e sostenibile per le PMI. La definizione di un insieme minimo comune di informazioni comparabili a fini di informativa e valutazione della situazione creditizia potrebbe contribuire ad attrarre finanziamenti a favore delle PMI. Informazioni standardizzate sulla qualità del credito, inoltre, potrebbero concorrere allo sviluppo di strumenti di rifinanziamento dei prestiti alle PMI, per esempio la cartolarizzazione».

⁹⁰ In tal senso, significative le parole del *Libro verde su la competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita* del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 2022, laddove evidenzia che «Occorre però fare attenzione a che lo “scalino regolamentare”, che distingue questo mercato da quello regolamentato, ritorni all'altezza originaria in modo da preservare le caratteristiche peculiari delle diverse sedi di negoziazione, messe invece in discussione dalla progressiva estensione anche agli MTF di normative previste per i mercati regolamentati sia in via diretta (es. MAR) che indiretta (es. OPC)»

investimenti all'effettività dei presidi legali in favore degli investitori, in base alla quale una normativa attenta ai risparmiatori incentiva il ricorso degli stessi al mercato, incrementando la loro fiducia in quest'ultimo.

Tale ultimo profilo è stato privilegiato in particolare dal legislatore francese. Invero, uno sguardo alla disciplina a cui le società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione sono assoggettate in Francia rende evidente come in quell'ordinamento lo scallino fra la disciplina di tali società e di quella delle società con azioni quotate su mercati regolamentati sia in verità particolarmente ridotto.

Ciò emerge in tutta evidenza se si considerano, in particolare, tre specifici profili di disciplina.

In primo luogo, a differenza degli artt. 106 del TUF, il *Code monétaire et financier* rende espressamente applicabili anche alle operazioni su azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione la disciplina in tema di OPA obbligatoria, sebbene con taluni adattamenti in considerazione delle peculiarità di tale categoria di società, fra le quali si evidenzia l'innalzamento della soglia di rilevanza ai fini dell'obbligo OPA che viene fissata nel 50% del capitale sociale o dei diritti di voto detenuti dal socio (cfr. L433-3 CMF, 231-1 e 235-1 a 235-3 RG-AMF)⁹¹.

Del resto, in tema di OPA obbligatoria, il medesimo approccio è seguito anche dal legislatore del Regno Unito, il quale rende espressamente applicabili le disposizioni dettate dal *Takeover Code* «a qualsiasi società con sede legale nel Regno Unito, nelle Isole del Canale o nell'Isola di Man, se uno qualsiasi dei suoi titoli è ammesso alla negoziazione su un mercato regolamentato del Regno Unito, un MTF del Regno Unito o una borsa valori» (cfr. ar. 3(a), *Introduction*, del *Takeover Code*)⁹².

Una tale conformazione normativa dell'obbligo appare in verità ragionevole, se si considera che l'innalzamento della soglia di rilevanza rende il raggiungimento della medesima meno frequente (e tendenzialmente esclude i casi di raggiungimento “involontario”, non

⁹¹ Così rilevano altresì F. ANNUNZIATA, A. LAMBIASE, *Euronext Growth Milan (ex AIM Italia) ed Euronext Growth Paris. Mercati di crescita per le PMI a confronto*, Milano, Egea, 57.

⁹² La Rule 9. *The mandatory offer and its terms* del *Takeover Code*, consultabile all'indirizzo <https://code.thetakeoverpanel.org.uk/tp/rules/rule-9/>, si applica anche agli acquisti operati su sistemi multilaterali di negoziazione, in particolare, in quel contesto, l'AIM UK, in forza del disposto del Par. 3(a), *Introduction*, del *Takeover Code*, che espressamente dispone: « *The Code applies to any company which has its registered office* in the United Kingdom, the Channel Islands or the Isle of Man if any of its securities are admitted to trading on a UK regulated market, a UK MTF, or a stock exchange* »

effettivamente finalizzato all'acquisto del controllo della società), e dunque meno disincentivante per gli investitori. In linea con tale *ratio* vi è la previsione che determina la disapplicazione, laddove si considerino le negoziazioni su MTF, dell'OPA obbligatoria da consolidamento.

Il secondo profilo di disciplina francese particolarmente significativa concerne le operazioni di *buy-back* di azioni proprie. In Italia tali operazioni non sono assoggettate alla limitazione quantitativa prevista per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (ossia il limite di numero massimo delle azioni proprie acquistate che non può eccedere la quinta parte del capitale sociale, cfr. art. 2357, co. 4 c.c.). Il *Code de commerce* dispone espressamente, invece, che il numero massimo di azioni proprie che l'assemblea delle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione (al pari di quella delle società quotate sui mercati regolamentati) è ammessa a far acquistare sia pari al 10% del capitale della società (cfr. art. L22-10-62).

Ancor più rilevanti sono gli adempimenti imposti dal Regolamento dell'Autorità dei mercati finanziari anche alle società con azioni ammesse alla negoziazione su MTF. In particolare, è addirittura prevista una notifica preventiva e la pubblicazione di una serie di informazioni sull'operazione, fra le quali la data dell'assemblea generale degli azionisti che ha autorizzato il programma di riacquisto o che è chiamata ad autorizzarlo, la quota massima del capitale, il numero massimo e le caratteristiche dei titoli che l'emittente si propone di acquistare, nonché il prezzo massimo di acquisto, nonché la durata del programma di riacquisto (cfr. art. 241-2 del *Règlement général Autorité des marchés financiers*).

Ultimo *macro* profilo di disciplina rilevante è quello attinente agli obblighi di trasparenza.

Sul tema, va in primo luogo evidenziato che ai sensi del *Code monétaire et financier* il consiglio di amministrazione delle società con azioni ammesse alla negoziazione sui sistemi multilaterali di negoziazione è tenuto a presentare annualmente all'assemblea generale degli azionisti una Relazione sul governo societario (*Rapport sur le gouvernement d'entreprise* cfr. art. L225-37 CMF), che l'Autorità dei mercati finanziari pubblica con cadenza annuale (cfr. art. L621-18-3 CMF).

Altra relevantissima peculiarità dell'ordinamento francese rispetto a quello italiano è rappresentata dalla disciplina in tema di trasparenza degli assetti proprietari (di cui, nella

disciplina nazionale italiana, all'art. 120 TUF, applicabile alle sole società quotate su mercati regolamentati).

Invero, Oltralpe si rende applicabile alle società con azioni ammesse alla negoziazione su MTF registrati come mercati di crescita per le PMI la disciplina dettata dal *Règlement général Autorité des marchés financiers* in tema di partecipazioni rilevanti, in forza del disposto dell'art. 223-15-1 del Regolamento dell'Autorità citato, che espressamente rende applicabili le disposizioni di cui al Paragrafo 1 della *Sous-section 1 - Franchissements de seuils* agli azionisti che detengano più della metà o dei diciannove ventesimi del capitale sociale o dei diritti di voto esercitabili in assemblea. Al raggiungimento di tali soglie, per effetto del rinvio operato dalla disposizione citata, gli azionisti saranno tenuti alla notifica del superamento della percentuale menzionata sia all'emittente che all'Autorità.

Avendo chiare tali premesse, e i cenni forniti sulle menzionate disposizioni di diritto francese, che comunque evidenziano un approccio particolarmente attento del legislatore francese al fenomeno della negoziazione anche sui sistemi multilaterali di negoziazione, nei successivi paragrafi si valuteranno alcuni profili di disciplina che si renderebbero applicabili alle società con azioni negoziate su MTF in conseguenza dell'intervento sull'art. 2325-*bis* c.c. prospettato.

Specie se si considera l'impostazione francese, emergerà che la soluzione proposta è espressione comunque di un approccio moderato al fenomeno, che tenti di compiere un passo in avanti verso la tutela degli operatori del mercato privilegiando tuttavia l'esigenza di mantenere un livello contenuto di imperatività della disciplina, nell'ottica di incentivazione del ricorso al mercato dei capitali e della conservazione di quel peculiare regime normativo che portava fino a qualche anno ad impiegare la denominazione di mercati “non regolamentati” per riferirsi a tali *trading venues*.

L'applicazione dello statuto normativo delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio può rappresentare, infatti, una giusta transizione verso una più compiuta regolamentazione legale del fenomeno dell'accesso sulle *trading venues* in esame, che allo stesso tempo non determini l'assoggettamento ad una disciplina eccessivamente opprimente e disincentivante per gli emittenti.

Un modello sovrapponibile a quello francese sarebbe probabilmente, nel contesto italiano, non coerente con le specificità della realtà societaria italiana.

I dati di mercato infatti testimoniano che sebbene gli MTF in Italia costituiscano una realtà di certo non trascurabile, allo stesso tempo la loro rilevanza nel contesto del mercato dei capitali non va eccessivamente enfatizzata né sopravvalutata, bensì considerata nella sua dimensione concreta.

Se il modesto valore della complessiva capitalizzazione delle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione⁹³ può essere letto e parzialmente giustificato alla luce della circostanza che gli MTF, e segnatamente Euronext Growth Milan (in quanto mercato di crescita per le PMI), siano “ontologicamente” rivolti a società di più contenute dimensioni⁹⁴, i dati sulla liquidità del mercato - e in particolare sul valore degli scambi che avvengono sugli MTF italiani⁹⁵, sulle giornate in cui si sono registrate negoziazioni⁹⁶ e sul numero dei contratti complessivamente conclusi rispetto a strumenti finanziari negoziati su MTF⁹⁷ - rivelano una modestia di cui occorre tenere conto nel valutare, come in tale sede si sta facendo, interventi di riforma sulla disciplina legale delle società emittenti tali strumenti.

Se dai dati di mercato emerge che gli MTF italiani, e segnatamente, per rilevanza, il mercato EGM, soffrono un problema di scarsa liquidità⁹⁸, quest’ultima si affianca al dato, in

⁹³ Lo scarto fra il valore della capitalizzazione complessiva di EGM e Vorvel rispetto al mercato regolamentato Euronext Milan è particolarmente ampio (nel 2024, 11,8 miliardi di euro dei primi contro gli 824 miliardi di Euronext Milan, secondo i dati del report annuale di Borsa Italiana disponibile al sito web: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc.pdf>).

⁹⁴ Su EGM più della metà degli emittenti ha una capitalizzazione inferiore a 25 milioni di euro, sul mercato regolamentato Euronext Milan poco meno del 36% delle società ha una capitalizzazione pari a 1 miliardo di euro (dati disponibili sul report annuale di Borsa Italiana disponibile al sito web: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc.pdf>).

⁹⁵ Il *Bollettino Statistico n. 26/1 - Mercati - gennaio 2025* (consultabile all’indirizzo web <https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/bs26-mercati>), p. 13, evidenzia come il 2024 si sia chiuso con un valore totale dello scambio di azioni su Euronext Growth Milan pari a 2,1 miliardi di euro, e pari a 0,1 miliardi per Vorvel, a fronte di un totale pari a 653,7 miliardi sul mercato regolamentato Euronext Milan.

Quanto al dato del controvalore medio giornaliero degli scambi su EGM, nel periodo gennaio – maggio 2024, questo si attesta sui 65 mila euro, per un controvalore totale pari a 1.067 miliardi (dati dell’Osservatorio ECM di Irtop Consulting consultabili all’indirizzo web: <https://www.osservatorio-ecm.com/performance-liquidita-egm/>).

⁹⁶ Quanto alle giornate di mercato in cui si sono registrati scambi nel periodo gennaio – maggio 2024, queste sono pari al 74% del totale, dato superiore alla media del 2023, pari al 67% (dati forniti dallo stesso studio dell’Osservatorio ECM di cui alla nota precedente).

⁹⁷ Quanto al numero di contratti conclusi su MTF, stando alla Relazione per l’anno 2023 della Consob, riferita all’anno 2023, questo si attesta a 1,03 milioni su EGM e 20,4 mila su Vorvel. Nello stesso anno, il numero di contratti su Euronext Milan è stato invece pari a 66,6 milioni. (dati consultabili al sito web <https://www.consob.it/documents/11973/4329955/ra2023.pdf/ec416168-1a4d-5b3d-55f5-ced625acaa34>).

⁹⁸ Segnalato anche, nella realtà operativa, dall’articolo pubblicato su Teleborsa (e riferito all’anno 2023) *EGM, ci sono le IPO ma manca la liquidità. Mercato "abbandonato" senza interventi strutturali*, consultabile all’indirizzo web <https://www.teleborsa.it/News/2023/12/20/egm-ci-sono-le-ipo-ma-manca-la-liquidita-mercato-abbandonato-senza-interventi-strutturali-61.html>.

controtendenza rispetto al primo, della “vivacità” - almeno relativa, se confrontata con il mercato regolamentato Euronext Milan - del numero di società che annualmente scelgono di accedere al mercato EGM⁹⁹.

Se dunque, da un lato, la scarsa movimentazione delle azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione impone di ridimensionare la portata del fenomeno, in termini di rilevanza dello stesso sul mercato dei capitali italiano, tale circostanza non può comunque indurre ad ignorare la sostanziale rilevanza, quantomeno numerica, di tale categoria societaria.

C'è peraltro da considerare un ulteriore fattore. Su Euronext Growth Milan una delle condizioni per l'IPO è che buona parte del flottante (almeno il 7,5%) sia destinato ad investitori istituzionali, i quali verosimilmente costituiscono gli utenti più attivi per quanto concerne le operazioni su tale mercato¹⁰⁰. Ciò potrebbe sminuire la necessità di presidi legali in favore degli investitori e dei soci di minoranza, posta la residualità degli investitori *retail* veri e propri. Eppure, non ci si può dimenticare che, facendo negoziare le proprie azioni su sedi di negoziazione, gli emittenti si aprono ad un pubblico non individuato di investitori, e dunque potenzialmente anche di investitori *retail*, per i quali una disciplina più attenta si rende

⁹⁹ I dati sul totale delle società quotate su Euronext Growth Milan è chiaro in tal senso. Partendo dal 2009, EGM ha assistito su tale fronte ad una crescita notevole e costante, se si considera che si è passati dalle 95 società quotate nel 2017, alle 210 del 2024.

La crescita non si è arrestata, anzi ha subito un notevole incremento anche durante gli anni della pandemia: il 2021 ha registrato un +36 società quotate rispetto al 2020 (da 138 società quotate a 174), salita a 190 nel 2022, e a 203 nel 2023 (Fonte: Borsa Italiana, dati aggiornati al 31 marzo 2025, consultabili al sito: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc.pdf>).

In particolare, si sono quotate per la prima volta su Euronext Growth Milan nel 2024: Adventure, Bertolotti, Cogefeed, Distribuzione Elettrica Adriatica, EdgeLab, Egomnia, Espe, Finance for food, GT Talent Group, I.CO.P, Kruso Capital, Litix, Mare Engineering Group, Misitano & Stracuzzi, Next Geosolutions Europe, Novamarine, Palingeo, Predict, Smart Capital, Soges Group, Vivenda Group.

¹⁰⁰ Nell'azionariato delle 206 società quotate su EGM al 31 maggio 2024 erano presenti 119 investitori istituzionali, per un investimento complessivo di questi ultimi sugli emittenti EGM pari a 646 milioni di euro. Il 49% degli investitori istituzionali detiene un investimento complessivo fino a 1 milione di euro, il 22% tra 1 e 3 milioni e il 13% detiene un investimento complessivo superiore a 10 milioni. Il valore medio dell'investimento è pari a 4,2 milioni (5,1 milioni nel 2023, 7,2 milioni nel 2022), mentre il valore mediano è pari a 1,0 milioni (0,9 milioni nel 2023, 0,8 milioni nel 2022).

Tra gli investitori più attivi emergono: Algebris Investments (Luxembourg) SARL (66,0 milioni investiti, 67 società partecipate), Banca Mediolanum (57,6 milioni investiti, 55 società), BPER Banca (49,8 milioni investiti, 43 società), First Capital (39,4 milioni investiti, 15 società) e Azimut Holding (36,3 milioni investiti, 67 società). Le società con il maggior numero di investitori istituzionali sono: Mare Engineering Group S.p.A. (capitale sociale € 4.516.649,32 di cui il 44,98% destinato al mercato - n. 101 investitori istituzionali); Alfonsino S.p.A. (capitale sociale € 143.680,00, di cui il 47% destinato al mercato - n. 24 investitori istituzionali); Cofle S.p.A. (capitale sociale € 615.599,60, di cui 19,94% destinato al mercato - 22 investitori istituzionali).

I dati sopra forniti citano lo studio dell'Osservatorio ECM di Irtop Consulting, consultabile all'indirizzo web: <https://www.osservatorio-ecm.com/investitori-istituzionali-su-egm/>.

particolarmente necessaria per le esigenze di tutela già evidenziate¹⁰¹. Per tale motivo, la ragionevolezza della proposta modifica dell'art. 2325-*bis* c.c. non perde di solidità.

La disciplina complessivamente applicabile alle società con azioni negoziate su MTF in seguito all'intervento sull'art. 2325-*bis* c.c. prospettato sarebbe dunque ottenuta “sommando” quella della società ordinaria (chiusa) e quella dettata per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, sottraendo però dalla prima le disposizioni che si applicano alle sole società chiuse e dalla seconda quelle dettate per le sole società quotate su mercati regolamentati.¹⁰² A tali disposizioni si aggiungono quelle attualmente dettate per le società negoziate e non applicate alle società diffuse (che costituiscono la maggior parte di quelle componenti il *corpus* normativo delineato *supra*).

7.1. I problemi della nuova assemblea “a porte chiuse”.

Dall'analisi delle principali norme in tema di assemblea, che si renderebbero applicabili alle società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione, non paiono porsi eccessivi impedimenti alla realizzazione di un tale intervento. Discutibile è, al contrario, l'introduzione, già perfezionata dalla Legge Capitali, della possibilità che la società privi i soci del diritto di intervento in assemblea¹⁰³, imponendo che questo sia esercitato mediante il

¹⁰¹ Invero, sebbene poche, ci sono in verità alcune società quotate su EGM che si qualificano come società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante (19 nel 2024), presentando un azionariato estremamente diffuso e con soci di titolari di partecipazioni irrisorie per i quali una più specifica attenzione da parte del legislatore appare giustificata.

¹⁰² La stessa “sommatoria” si opera per ricavare lo statuto delle società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante. Così D.U. SANTOSUOSSO, *Sub artt. 2325–2325-bis*, in D.U. SANTOSUOSSO, *Delle Società, dell'azienda, della concorrenza*, in E. GABRIELLI (a cura di) *Commentario del Codice Civile*, Milano, UTET, 628.

¹⁰³ La *ratio* della norma emerge dalla Relazione illustrativa del governo, di accompagnamento al cd. disegno di legge Capitali (menzionata nel Dossier della Camera dei Deputati, *Interventi a sostegno della competitività dei capitali*, del 2 febbraio 2023, 40 ss., consultabile all'indirizzo <https://documenti.camera.it/leg19/dossier/pdf/FI0027b.pdf>) che evidenzia come l'assemblea abbia ormai perduto la sua funzione «informativa, di dibattito e di confronto essenziale al fine della definizione della decisione di voto da esprimere». Invero, si rileva che il modello decisionale dei soci «si articola, sostanzialmente, in tre momenti: la presentazione da parte del consiglio di amministrazione delle proposte di delibera dell'assemblea; la messa a disposizione del pubblico delle relazioni e della documentazione pertinente; l'espressione del voto del socio sulle proposte del consiglio di amministrazione».

Si ritiene conseguentemente che il socio maturi la decisione di voto al di fuori e già prima dell'assemblea.

rappresentante designato ai sensi dell'art. 135-*undecies*.1 TUF¹⁰⁴, secondo una soluzione non condivisa da alcun altro ordinamento europeo¹⁰⁵.

Se tale misura può essere accolta con favore dalle società, che si ritrovano a poter beneficiare della possibilità di svolgere l'assemblea con minori "lungaggini", a conclusioni opposte si giunge se la medesima viene valutata guardando ai soggetti che la "subiscono", ossia gli azionisti. Invero, se da un lato può dirsi che la norma si limiti ad introdurre solo una diversa modalità di esercizio dei diritti di intervento e di voto dei soci, tale affermazione può ritenersi condivisibile solo se si considerano le assemblee delle società quotate su mercati regolamentati.

Con riferimento a tali società, infatti, l'applicazione dei commi 2 e 3 dell'articolo 135-*undecies*.1 TUF, che richiamano¹⁰⁶ gli artt. 126¹⁰⁷ e 127-*ter*¹⁰⁸ del TUF, riesce ad armonizzare, almeno parzialmente, i potenziali vantaggi discendenti dallo svolgimento delle assemblee "a porte chiuse" con la necessità di consentire ai soci di partecipare alla discussione, sostanzialmente "anticipando" a prima dell'assemblea¹⁰⁹ la possibilità di inserirsi nel dibattito quantomeno avanzando proposte di delibere o domande alla società.

Nel caso di società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione, invece, le norme del TUF citate non trovano applicazione¹¹⁰, in quanto ad esse si applica solo il primo comma dell'art. 135-*undecies*.1 TUF, rendendo così l'articolo in esame fonte di una

¹⁰⁴ L'istituto in esame non configura in verità una novità assoluta nel nostro ordinamento. Invero, la figura era già stata introdotta dall'articolo 106, commi 4 e 5 del decreto-legge 17 marzo 2020, n. 18, che ha introdotto specifiche disposizioni sullo svolgimento delle assemblee nel particolare contesto legato all'epidemia da COVID-19, in coerenza con i divieti ai raggruppamenti di persone e agli spostamenti sul territorio nazionale, introdotti temporaneamente.

Le disposizioni citate anticipavano il TUF sia in quanto all'obbligatorietà dell'intervento tramite rappresentante designato, sia in relazione alla possibilità di conferire a quest'ultimo deleghe o sub-deleghe di voto ai sensi dell'art. 135-*novies*, e, infine, anche in quanto all'applicazione di tali previsioni alle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione (art. 106, co. 5).

¹⁰⁵ Così rileva la Consob, *Audizione del Presidente e del Direttore Generale al Senato della Repubblica - sesta Commissione permanente (Finanze e Tesoro)*, 20 giugno 2023, 8, «non risultano norme analoghe a quella proposta in nessun altro ordinamento dell'UE e di altri paesi comparabili».

¹⁰⁶ Richiamo, peraltro, non privo di aporie, come evidenziato da A.M. LUCIANI, *La riunione assembleare e il diritto d'intervento nella "legge capitali"*, in *Le Società*, 7, 2024, 829.

¹⁰⁷ Ai sensi dell'art. 126, co. 2 TUF, i soci possono presentare individualmente proposte di delibera sulle materie all'ordine del giorno ovvero proposte la cui presentazione è altrimenti consentita dalla legge entro il quindicesimo giorno precedente la data della prima o unica convocazione dell'assemblea.

¹⁰⁸ Ai sensi dell'art. 127-*ter*, co. 1 TUF, coloro ai quali spetta il diritto di voto possono porre domande sulle materie all'ordine del giorno anche prima dell'assemblea. Alle domande pervenute prima dell'assemblea è data risposta al più tardi durante la stessa.

¹⁰⁹ In particolare, ai sensi del comma 3 dell'art. 135-*undecies*.1 TUF, il diritto di cui all'art. 127-*ter* è esercitato unicamente prima dell'assemblea e la società fornisce almeno tre giorni prima dell'assemblea le risposte alle domande pervenute.

¹¹⁰ Cfr. Art. 119 TUF.

compressione potenzialmente insostenibile dei diritti degli azionisti di intervento e voto in assemblea. Invero, non richiamandosi gli artt. 126 e 127-ter del TUF, non si vede come il socio possa contribuire concretamente al dibattito, non potendo né partecipare fisicamente all'adunanza (sebbene ormai si dica che in tale sede tendenzialmente la volontà dei soci è già formata¹¹¹), né sottoporre alla società le sue considerazioni in un momento antecedente. Norme del tenore pari agli artt. 126 e 127-ter TUF, del resto, non si rinvergono nel codice civile, che anzi manca di disciplinare il concreto svolgimento del dibattito assembleare¹¹².

Essendo stata così confermata la norma dal legislatore del 2024, ferme restando le ragionevoli perplessità di chi ha ritenuto che la soppressione del momento di fisico (o virtuale) confronto fra i soci pone in relazione alle prerogative intrinseche della partecipazione azionaria¹¹³ e con le esigenze di tutela dei soci di minoranza¹¹⁴, occorre che si considerino a fondo i rischi che, quantomeno per l'esclusione dell'applicazione dell'intero articolo 135-undecies.1 TUF, emergono con riguardo alle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione.

¹¹¹ Lo svilimento della funzione dell'assemblea societaria di sede di dibattito e discussione fra soci è stata denunciata da più parti in dottrina e dallo stesso legislatore nella Relazione al disegno di legge capitali.

Si veda sul punto in dottrina in particolare C. MARCHETTI E M. VENTORUZZO, *Note sulle assemblee tramite rappresentante designato*, in *Le Società*, 7, 2024, 822, che rileva che «chiunque abbia vera, concreta, quotidiana esperienza di partecipazione alle assemblee di società quotate non può ignorare la realtà: ossia che solo in casi eccezionali e sempre più rari - tanto eccezionali e rari da non poter costituire una base empirica sulla quale legiferare - l'assemblea "fisica", in presenza, realizza effettivamente quella virtuosa occasione di confronto dialettico che può indurre i soggetti coinvolti a individuare soluzioni preferibili, a fornire chiarimenti di generale utilità, a modificare costruttivamente le proprie posizioni e individuare compromessi tra posizioni divergenti», nonché, anche per ulteriori riferimenti, S.P. ROSSI, *Art. 11 – Svolgimento delle assemblee della società per azioni quotata*, in P. MARCHETTI, M. VENTORUZZO (a cura di) *Commentario alla Legge Capitali. Collana i commentari di giurisprudenza e dottrina*, Pisa, Pacini Editore, 2024, 73.

¹¹² G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale. 2. Diritto delle società*, Milano, UTET, 2024, 320.

¹¹³ A.M. LUCIANI, *La riunione assembleare e il diritto d'intervento nella "legge capitali"*, in *Le Società*, 7, 2024, 829, il quale in particolare rileva che «è auspicabile che il legislatore eviti di assecondare istanze (quale quella dello *shareholder weakening*) che non dovrebbero trovare spazio nell'ordinamento societario, essendo piuttosto necessario proseguire nella direzione dettata dal legislatore europeo, rafforzando i diritti partecipativi dei soci, al fine di favorirne l'attivismo ed il coinvolgimento a lungo termine».

Stesse perplessità sono sollevate dalla Consob, *Audizione del Presidente e del Direttore Generale al Senato della Repubblica - sesta Commissione permanente (Finanze e Tesoro)*, 20 giugno 2023, 8, «tale disposizione incide, infatti, sui diritti degli azionisti e sulla partecipazione assembleare³ e non appare in linea con i principi ispiratori della direttiva c.d. Shareholders Right (2007/36/CE)»

¹¹⁴ Evidenzia i rischi che l'innovazione comporta rispetto al rapporto fra minoranza e maggioranza, G.D. MOSCO E F. VELLA, *Illusioni perdute, passi del gambero e futuro di emittenti e mercati*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2024, 23, che rilevano che «la totale eliminazione della presenza fisica (o tramite un proprio rappresentante di fiducia) dei soci e dunque del dibattito tra diverse opinioni (e su argomenti anche diversi da quelli già programmati), che poi conduce a esprimere il voto dopo aver valutato quale sia preferibile, potrebbe rappresentare comunque l'interruzione di un percorso utile soprattutto per le minoranze al fine di garantire una maggiore dialettica con i soci di controllo»

Nemmeno accettabile va ritenuta la poca chiarezza della norma in relazione alla disciplina del conferimento delle deleghe da parte dei soci al rappresentante designato¹¹⁵. Invero non è possibile affermare con assoluta certezza, stando al dato letterale dell'art. 135-*undecies*.1 TUF, che sia necessario che la delega conferita al rappresentante contenga le istruzioni di voto¹¹⁶, come sarebbe opportuno considerando che tale soggetto viene nominato dalla società, senza peraltro che siano previsti dall'art. 135-*undecies* TUF requisiti di indipendenza di tale figura dalla società e dalla maggioranza.

¹¹⁵ Il richiamo all'art. 135-*novies* ha posto l'interrogativo circa la possibilità di conferire al rappresentante designato ex art. 135-*undecies*.1 deleghe ordinarie prive di indicazioni di voto, lasciando così il rappresentante designato libero di decidere se e come votare.

Tale possibilità è esclusa espressamente dall'art. 135-*undecies*, che viene richiamato dall'articolo 135-*undecies*.1, fatta eccezione per il comma 4.

Tale comma prevede che «Al soggetto designato come rappresentante non possono essere conferite deleghe se non nel rispetto del presente articolo». Il comma, dunque, impone di conferire le deleghe al rappresentante designato con istruzioni di voto, in quanto solo in tal modo la delega viene conferita “nel rispetto del presente articolo”, che richiede, al comma 1, l'indicazione nella delega dell'istruzione di voto.

La deroga espressa al co. 4 da parte dell'art. 135-*undecies*.1 comporta che non si possa affermare con assoluta certezza che al rappresentante designato ad intervenire in luogo dei soci in assemblea debba darsi delega necessariamente con istruzioni di voto.

Va però tenuto conto dell'orientamento emerso sotto la legislazione emergenziale, durante la quale sia la dottrina che la Consob avevano espresso un'opinione che tendeva ad applicare la previsione della necessaria indicazione delle istruzioni di voto anche per le deleghe al rappresentante ex art. 135-*undecies*.1. In particolare, la Consob affermava nettamente che «al rappresentante designato dalla società possano essere conferite solo deleghe con istruzioni di voto sulle singole materie all'ordine del giorno su cui si intende votare e che anche le deleghe o subdeleghe ex art. 135-*novies* del TUF al rappresentante designato debbano contenere istruzioni di voto per essere considerate efficaci» (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, *Covid-19 –Decreto Legge 17 marzo 2020, n. 18 - Comunicazione in merito alle assemblee delle società con azioni quotate*, Comunicazione Consob n.2/2020 del 10 aprile 2020, 3, disponibile al sito https://www.consob.it/documents/1912911/1979253/c20100410_3.pdf/a0cfa5e1-55ba-8fa3-35ac1a3e37448c8e).

La dottrina, d'altra parte, riteneva che «il destinatario delle deleghe rimane pur sempre il rappresentante designato quale previsto e disciplinato nello stesso art. 135-*undecies*», con conseguente applicazione integrale della disciplina per esso dettata dall'art. 135-*undecies* medesimo.

¹¹⁶ Ed infatti ritiene che non sia necessario, ma solo opportuno, dare istruzioni di voto nella delega al rappresentante designato G. SERAFIN, *Il ricorso in via esclusiva del rappresentante designato dal decreto “cura Italia” alla c.d. legge capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1, 2025 104.

7.2. Tipicità delle cause di recesso *ex lege* e recesso da società costituita a tempo indeterminato.

Come ampiamente sostenuto dalla dottrina, il diritto di recesso è stato concepito dalla riforma del 2003 come un diritto volto a garantire ai soci di minoranza¹¹⁷ l'*exit*¹¹⁸ dalla società e la conseguente anticipazione della liquidazione della partecipazione, dovuta ai sensi dell'art. 2350 c.c.¹¹⁹. Il diritto è tuttavia esercitabile solo al ricorrere della condizione di cui all'art. 2437, co. 1 c.c., ossia la circostanza che il socio non abbia concorso all'adozione di una delle deliberazioni individuate dalla stessa norma¹²⁰.

Le cause di recesso tipizzate dall'articolo citato valgono peraltro sia per le società chiuse, che per quelle aperte. Invero, in queste ultime, la circostanza che esista un mercato secondario sul quale disfarsi delle azioni deve essere parametrata alle modalità, in termini di prezzo di cessione delle stesse, alle quali il disinvestimento può avvenire. Il valore della partecipazione può essere significativamente inciso dall'adozione della delibera adottata, mentre la liquidazione in sede di recesso è un valore tendenzialmente più stabile.

Se questo è vero, la disposizione di cui al comma 3 dell'art. 2437 c.c., che esclude che lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio possa prevedere ulteriori cause di recesso, pare imporre una condizione sfavorevole per gli azionisti di tale società.

Non può non considerarsi, tuttavia, che: i) resta fermo il diritto di recesso *ex lege* in caso di adozione delle delibere più significativa per la società (e quindi maggiormente in grado di incidere sul valore della partecipazione in sede di cessione della stessa); ii) deve essere contemperato l'interesse della società a non subire gli oneri e i costi connessi al recesso¹²¹; iii) in ogni caso, i soci non sono così destinati ad essere "intrappolati" nella società, venendo il

¹¹⁷ In tema di diritto di recesso, va chiarito che i concetti di «maggioranza» e «minoranza» non sono tanto concetti riferiti alla quota di capitale complessivamente detenuta, bensì al concreto potere esercitabile in assemblea», così U. MORERA, M. SCIUTO, *Revoca dalla quotazione in Borsa e diritto di recesso del socio*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 3, 116.

¹¹⁸ Il diritto di *exit* e i diritti di *voice* costituiscono i presidi che tradizionalmente si rinvengono nel diritto societario a tutela della minoranza. Si veda sul punto A. HIRSCHMAN, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, Cambridge (Ma), Harvard University Press, 1970

¹¹⁹ Così, fra gli altri, L. SALVATORE, *Il «nuovo» diritto di recesso nelle società di capitali*, in *Contr. impr.*, 2003, 629.

¹²⁰ In tal modo, il diritto di recesso non si configura tanto come un diritto incorporato nel titolo azionario, bensì specificamente connesso e discendente dalla verifica in concreto di una delle cause di recesso. In tali termini si è espressa la Suprema Corte, in Cass. Civ., Sez. I, 8 novembre 2005, n. 21641

¹²¹ F. FORNASARI, *Quotazione sui mercati di crescita e disciplina degli emittenti*, in *Giur. comm.*, 5, 2022, 817, nt. 834.

diritto di *exit* comunque garantito dal mercato secondario sul quale essi possono agevolmente effettuare il disinvestimento¹²². Una tale preclusione alla possibilità di introdurre nello statuto cause ulteriori di recesso non può dunque essere considerata preclusiva all'estensione dello statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio alle società con azioni negoziate su MTF¹²³.

Il fenomeno della negoziazione delle azioni sui sistemi multilaterali di negoziazione ha portato poi una certa dottrina¹²⁴ a valutare le conseguenze dell'applicazione del secondo comma dell'art. 2437 c.c. alla categoria di società menzionata. Il problema, del resto, si pone tanto nel caso in cui che si ritenga applicabile a tali società lo statuto normativo del modello base di S.p.A., tanto che si prospetti la qualificazione della stessa in termini di società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio.

In entrambi i casi, infatti, il socio di società con azioni negoziate su MTF sarebbe legittimato a recedere dalla società diversa da quella *con azioni quotate su mercati regolamentati* e costituita a tempo indeterminato essendo tenuto unicamente a fornire alla stessa un preavviso di almeno centottanta giorni, salvo il maggior termine, comunque, non superiore ad un anno, che lo statuto può aver previsto.

In verità, ragionevolmente, la dottrina menzionata ritiene che alle società con azioni quotate su mercati di crescita per le PMI debba applicarsi la norma derogatoria prevista per le società con azioni quotati su mercati regolamentati, essendo anche le prime sedi di negoziazione «congegnate in modo da assicurare un determinato livello di liquidità delle azioni nel mercato

¹²² G. SCARCHILLO, *Sub Art. 2437*, in P. CENDON (a cura di), *Commentario al Codice Civile*, Milano, Giuffrè, 2010, 375.

¹²³ Del resto, F. FORNASARI, *Quotazione, cit.*, 834, sostiene, a prescindere dalla riflessione sulla formulazione dell'art. 2325-*bis* c.c., che l'esclusione della possibilità che lo statuto preveda ulteriori cause di recesso dovrebbe ugualmente ritenersi applicabile alle società con azioni negoziate su MTF in quanto «il legislatore ha escluso che i soci delle società con titoli che abbiano una certa liquidità possano avvalersi di questa possibilità, in considerazione dei rischi e delle difficoltà organizzative che il recesso comporta, oltre al fatto che le deliberazioni ritenute più importanti per l'organizzazione del governo societario sono comunque ricomprese fra le cause di recesso di cui al comma primo. Si noti inoltre che il trading delle azioni ha due conseguenze particolari che incidono sulla logica di funzionamento sottostante alla possibilità di introdurre cause di recesso statutarie. Da un lato, vi deve essere un flottante minimo distribuito fra un pubblico piuttosto vasto di azionisti che, almeno in teoria, dovrebbero vigilare rispetto all'adozione di delibere che avvantaggino esclusivamente la maggioranza a dispetto degli altri azionisti. In secondo luogo, deliberazioni che hanno l'effetto di ledere il "valore" della partecipazione sociale dovrebbero incidere negativamente sul prezzo delle azioni (135), influenzando immediatamente anche il patrimonio dei soci di maggioranza in maniera molto più netta di quanto non avvenga nel caso di società le cui azioni non siano negoziate.»

¹²⁴ F. FORNASARI, *Quotazione, cit.*, 830 ss.

secondario», e quindi in grado di garantire l'*exit* ai soci «evitando le conseguenze pregiudizievoli per la società dell'esercizio del recesso stesso»¹²⁵.

Sia per quanto concerne l'esclusione della possibilità di prevedere ulteriori casi di recesso, che in quello appena citato del mancato riconoscimento del recesso da un rapporto con la società a tempo indeterminato, l'opinione in tale sede condivisa si configura in linea con l'obiettivo di incentivare l'accesso al mercato da parte delle società, contemperando le esigenze degli investitori che non vengono da tali soluzioni normative (eccessivamente) pregiudicate.

7.3. Le azioni a voto plurimo.

Considerando la disciplina in tema di azioni a voto plurimo, la riconduzione delle società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione nella categoria societaria di cui all'art. 2325-*bis* c.c. configura un intervento non solo migliorativo del panorama normativo attuale, ma anche funzionale a risolvere talune criticità che esso presenta.

In particolare, occorre subito chiarire che già si applica alle società con azioni negoziate su MTF, in quanto parte dello statuto normativo generale del modello base di società per azioni, la disposizione di cui all'art. 2351, co. 4 c.c., che consente l'emissione di azioni a voto plurimo. Tali azioni conferiscono al titolare delle stesse fino a un massimo di dieci voti, in deroga al principio del *one share one vote*¹²⁶.

Ebbene, in tal modo, per la categoria di società in esame, diversamente da quanto previsto per la società con azioni quotate su mercati regolamentati, nella valutazione delle contrapposte esigenze di garanzia del controllo societario in capo a taluni soci, da un lato, e, dall'altro, di contendibilità della società, la disciplina privilegia certamente la prima.

Del resto, tale scelta non è di certo astrattamente criticabile nell'ottica del raggiungimento dell'obiettivo di favorire il ricorso delle società italiane ai mercati. Se si considera la tradizionale avversione delle società italiane per tale forma di finanziamento, e la concreta base tendenzialmente familiare, o comunque ristretta e controllata, dell'azionariato delle

¹²⁵ F. FORNASARI, *Quotazione*, cit., 828 ss.

¹²⁶ Come è noto, il limite numerico di voti che la singola azione può attribuire all'azionista è stato elevato da tre a dieci ad opera della cd. Legge Capitali (cfr. art. 13, comma 1, L. 5 marzo 2024, n. 21)

stesse, si comprende come la norma sulle azioni a voto plurimo sia in linea con la finalità menzionata in apertura. L'adozione delle azioni a voto plurimo, è idonea, infatti, a “rassicurare” i soci *founders* e di maggioranza: emettendo tali azioni, essi possono accedere al mercato del capitale di rischio e comunque mantenere il controllo dell'assemblea sociale ed evitare un'eccessiva diluizione della partecipazione¹²⁷.

In tale ottica si è mosso il legislatore italiano nel 2024, prevedendo, all'interno della menzionata Legge Capitali (art. 13), l'incremento dei voti che la singola azione può attribuire al relativo titolare, e del moltiplicatore del voto maggiorato nelle società quotate¹²⁸.

In tale linea si sta muovendo anche l'Unione Europea, che, nell'ambito del pacchetto di riforme del cd. *Listing Act*, ha adottato la Direttiva (UE) 2024/2810 (in vigore dallo scorso Ottobre 2024) “sulle strutture con azioni a voto plurimo¹²⁹ nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un sistema multilaterale di negoziazione¹³⁰”.

¹²⁷ Rileva efficacemente il Considerando (2) della *Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un mercato di crescita per le PMI*, 2, «Il timore di perdere il controllo della società costituisce un importante deterrente per gli azionisti di controllo dall'accedere a un mercato pubblico, quale un sistema multilaterale di negoziazione. L'ammissione alla negoziazione comporta solitamente una diluizione della proprietà degli azionisti di controllo, riducendo così la loro influenza su importanti decisioni di investimento e operative. Il mantenimento del controllo della società può essere di particolare importanza per gli azionisti di controllo delle start-up e delle imprese con progetti a lungo termine che richiedono notevoli costi iniziali, in quanto potrebbero voler perseguire la loro visione senza essere troppo esposti alle fluttuazioni del mercato».

¹²⁸ L'idoneità degli istituti delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato ad incrementare la propensione delle società italiane al ricorso al mercato del capitale di rischio è stata segnalata già dal Libro Verde del Ministero dell'Economia e delle Finanze, che ha riconosciuto che «Tra le altre possibili aree di evoluzione dell'ordinamento è stata inoltre avviata una riflessione sull'efficacia delle previsioni normative che consentono un potenziamento dei diritti di voto (voto plurimo e maggiorato) e sull'opportunità di un possibile potenziamento di tali misure per favorire l'apertura delle società italiane al mercato e/o la scelta dell'Italia come Stato di costituzione e quotazione, come richiamato in numerosi studi», p. 32.

¹²⁹ Per «struttura con azioni a voto plurimo» si intende la struttura azionaria di una società contenente almeno una categoria di azioni a voto plurimo (Art. 3, n. 3, Direttiva (UE) 2024/2810).

¹³⁰ Si segnala che l'ambito di applicazione della Direttiva è stato ampliato in sede di adozione del testo finale della stessa, che oggi ricomprende le società che chiedono l'ammissione delle loro azioni in un sistema multilaterale di negoziazione, laddove la Proposta di Direttiva (disponibile all'indirizzo web: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52022PC0761>), faceva riferimento alla sola futura ammissione alla negoziazione in un mercato di crescita per le PMI.

In particolare, l'attuale art. 1 della Direttiva stabilisce, quanto all'oggetto e all'ambito di applicazione della Direttiva medesima, che «la presente direttiva stabilisce norme comuni sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in sistemi multilaterali di negoziazione, che comprendono i mercati di crescita per le PMI, e che non hanno alcuna azione già ammessa alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione o in un mercato regolamentato».

La Direttiva impone agli Stati Membri (Art. 3) di garantire alle società nazionali il diritto di prevedere nei propri statuti¹³¹ azioni a voto plurimo *per* l'ammissione alla negoziazione di azioni in un MTF in uno o più Stati membri, e corrispondentemente impone agli Stati il divieto di impedire l'ammissione alla negoziazione in ragione dell'adozione di una struttura societaria con azioni a voto plurimo (ossia impedisce di adottare un divieto di prevedere azioni a voto plurimo pari a quello previsto, nell'ordinamento italiano, per le società con azioni quotate su mercati regolamentati¹³²).

L'introduzione delle azioni a voto plurimo è specificamente funzionale all'ammissione della società alla negoziazione in MTF. Invero, alle società ancora "chiuse" è garantito il diritto menzionato solo in quanto esse stiano per accedere alla negoziazione su tali sedi di negoziazione, ed infatti la norma prosegue specificando che la Direttiva include il diritto di adottare tali "strutture" «in tempo utile prima di chiedere l'ammissione alla negoziazione di azioni in un mercato di crescita per le PMI», e che significativamente l'esercizio dei diritti di voto potenziati connessi alle azioni a voto plurimo possa essere subordinato all'ammissione alla negoziazione di azioni in un mercato di crescita per le PMI in uno o più Stati membri.

Sebbene appaia consolidata la scelta del legislatore nazionale ed europeo di favorire un tale abbandono del principio del *one share one vote*, nell'ottica di incentivare l'apertura della società, non possono trascurarsi le implicazioni di tale scelta. Invero, la garanzia (e l'incentivazione) del consolidamento della partecipazione dei soci di maggioranza non pone i medesimi profili di encomio se guardata dal lato degli investitori¹³³, i quali ben potrebbero essere, al contrario, disincentivati dall'investire in una società nella quale sanno risultare improbabile tanto, quanto alla gestione della società, l'adozione di misure non condivise dalla maggioranza, quanto, in generale, la scalata verso il controllo.

¹³¹ In particolare, quanto alle modalità di adozione delle azioni a voto plurimo, l'art. 3 della Direttiva prevede che «Gli Stati membri garantiscono che la decisione della società di adottare una struttura con azioni a voto plurimo sia presa dall'assemblea generale degli azionisti («assemblea generale») almeno a maggioranza qualificata, come specificato nel diritto nazionale. Gli Stati membri non subordinano l'adozione di una struttura con azioni a voto plurimo alla concessione di diritti economici potenziati per le azioni senza diritti di voto potenziati. Ai fini del primo comma, qualora vi siano più categorie di azioni, la decisione di adottare una struttura con azioni a voto plurimo è altresì soggetta a votazione distinta per ciascuna categoria di azioni i cui diritti sono interessati».

¹³² Cfr. 127-*sexies*, co. 1, TUF.

¹³³ Il già citato studio di Assolombarda del 2024 (*Il Capitale di rischio, priorità e prospettive per la crescita e lo sviluppo delle imprese*) ricorda correttamente, a beneficio di tutti, che «Ogni insuccesso di mercato non è mai solo un problema di domanda, ma anche di trovare un'offerta che si adatti sempre meglio ai bisogni», pag. 89.

Come è stato rilevato in dottrina¹³⁴, a fronte di società che in Italia accedono ai mercati con assetti proprietari già ben consolidati, una ulteriore cristallizzazione (o il rafforzamento) della partecipazione di maggioranza potrebbe portare il sistema a pendere eccessivamente dal lato della tutela del controllo societario.

Invero, occorre considerare che già il panorama della *governance* delle società (quotate) italiane non è esattamente incentivante per gli investitori, se si considera che in media la partecipazione del primo azionista è pari al 49.1%, che sale al 57.3% nel caso di società con azioni a voto maggiorato e/o plurimo¹³⁵.

Detto ciò, occorre tuttavia riconoscere che, quando si considera specificamente la realtà delle società PMI quotate o con prospettive di quotazione su mercati di crescita per le PMI occorre ritenere che probabilmente, in tali casi, la permanenza della possibilità di emettere azioni a voto plurimo sia da accogliere con favore¹³⁶.

Tale posizione si motiva non soltanto considerando la finalità di favorire il ricorso di tali società ai mercati mobiliari, di cui si è detto in apertura, ma anche alla luce di un fattore ulteriore. Bisogna infatti considerare che quelli di cui si tratta costituiscono contesti societari per i quali l'esigenza di reperire risorse necessarie al consolidamento del *business* si affianca a quella altrettanto evidente di evitare che il risultato dei molteplici *round* di finanziamento in *equity* non sia quello di realizzare una diluizione eccessiva della partecipazione dei fondatori nella loro stessa società¹³⁷.

Contestualmente, quando si tratta di *start-up* e PMI *innovative*, è forse addirittura opportuno che la gestione d'impresa rimangano nella disponibilità di chi (*i founders*) ha più contezza della linea che si intende sviluppare.

¹³⁴ G.D. MOSCO E F. VELLA, *Illusioni perdute, passi del gambero e futuro di emittenti e mercati*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2024, 23.

¹³⁵ Dati riportati nell'ultimo *Rapporto Consob sulla corporate governance delle società quotate italiane* disponibile (2023), consultabile all'indirizzo web <https://www.consob.it/documents/11973/545079/rcg2023.pdf/a0a36447-9dba-8a5d-c79a-d0499fdffbd8>.

¹³⁶ In tal senso anche la Consob, *Audizione del Presidente e del Direttore Generale al Senato della Repubblica - sesta Commissione permanente (Finanze e Tesoro)*, 20 giugno 2023, 9, «Il voto multiplo, infatti, potrebbe incentivare il ricorso al mercato da parte di società di ridotte dimensioni, fornendo uno strumento di stabilità all'assetto proprietario e decisionale».

¹³⁷ In linea con quanto detto, M. BINI, *Il super-voto (one share - ten votes): quando e a chi serve?*, *Le Società*, 7, 2024, 852, individua solo nelle «aziende chiuse in fase di rapida crescita» (insieme a quelle «operanti in settori soggetti a forti discontinuità in un contesto di grande incertezza») l'opportunità di «beneficiare dall'adozione di una prospettiva gestionale di lungo termine, tramite il ricorso alle azioni a voto multiplo».

Così posta la questione, parrebbe ragionevole conservare la facoltà di prevedere azioni a voto plurimo in luogo delle *loyalty shares* nelle società con azioni negoziate su MTF, e sarebbe invece stridente con la stessa la facoltà che viene conferita ai soci che non hanno concorso all'approvazione della delibera di adozione delle azioni a voto plurimo di recedere dalla società, ai sensi dell'art. 2437, co. 1, lett. g) c.c., che consente agli investitori di così ridurre la patrimonializzazione della società¹³⁸.

7.4. Il limite quantitativo al *buy-back* di azioni.

In tema di acquisto di azioni proprie le società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione sono assoggettate all'obbligo di parità di trattamento degli azionisti *ex art.* 132 TUF nello svolgimento dell'operazione di *buy-back*, ma non, come accadrebbe in caso di qualificazione in termini di società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio, al limite quantitativo previsto per queste ultime dall'art. 2357, co. 3 c.c.

In forza di tale disposizione, il valore nominale delle azioni proprie acquistate non può eccedere la quinta parte del capitale sociale, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate.

L'applicazione di tale limitazione comporta implicazioni positive o negative a seconda del punto di vista assunto¹³⁹. Se l'obiettivo è quello di favorire gli investimenti e la contendibilità delle società, l'estensione della norma va accolta con favore, evitando che il gruppo di controllo possa ottenere una «cristallizzazione degli interni rapporti di potere»¹⁴⁰.

¹³⁸ Effetto evitato, invece, nelle società quotate su mercati regolamentati in relazione alla delibera di adozione delle azioni a voto maggiorato, come evidenziato da G.D. MOSCO, S. LOPREIATO, *Società quotate e disciplina speciale dei diritti dei soci*, in M. CERA G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico Finanziario*, Bologna, Zanichelli, 2020, 1692.

¹³⁹ Le finalità che possono motivare l'acquisto di azioni proprie da parte della società sono molteplici, e sono ben sintetizzate in S.A. CERRATO, *Le azioni proprie tra diritto interno riformato e prospettive comunitarie*, in *Riv. Soc.*, 2004, 330 ss. In particolare, l'A. individua: *i*) l'esigenza di disporre di uno *stock* per l'attuazione di piani di azionariato, per la conversione di obbligazioni convertibili o con *warrant*, per scambiarle nell'ambito di accordi di cooperazione o *joint ventures*, nonché di operazioni straordinarie; *ii*) l'opportunità di distribuire le azioni ai soci in alternativa al dividendo; *iii*) l'esigenza di regolarizzare l'andamento del titolo sul mercato o accrescerne la liquidità; *iv*) ridefinire la struttura finanziaria della società in occasione di una riduzione del capitale sociale; *v*) predisporre un difesa contro le scalate ostili o comunque rafforzare il controllo del gruppo di comando.

¹⁴⁰ Così M. BIONE, *Sub Art. 2357*, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES, *Società di Capitali. Commentario. Volume Primo*, Napoli, Jovene Editore, 2004, 362, che evidenzia come tale cristallizzazione si ottenga «attraverso l'acquisto e la sottrazione delle azioni alla libera circolazione».

D'altra parte, l'acquisto di azioni proprie si configura tradizionalmente come strumento attraverso il quale la società può opporsi alle scalate ostili¹⁴¹, riducendo mediante tale operazione il flottante disponibile e in circolazione¹⁴².

Resta ferma, tuttavia, l'esigenza primaria, che può giustificare l'estensione della limitazione anche alle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione, di evitare «l'irreperibilità delle azioni sul mercato» e quindi il pregiudizio (in termini di difficoltà di concludere l'acquisto o di incrementi di prezzo conseguenti alla riduzione del numero dei titoli in circolazione) per i soci che intendano incrementare la loro partecipazione nella società¹⁴³.

7.5. Gli spunti provenienti dal Regolamento EGM.

Una disciplina maggiormente stringente e approfondita del fenomeno della negoziazione di azioni sui sistemi multilaterali di negoziazione, ed in particolare sui mercati di crescita per le PMI, è quella avente fonte convenzionale. In particolare, si prenderà in tale sede in specifica considerazione la regolamentazione di quello che, come si diceva in apertura, costituisce il principale MTF operante in Italia, ossia Euronext Growth Milan di Borsa Italiana, il cui regolamento (di seguito, anche il “Regolamento EGM”) si connota per l'applicazione di una disciplina particolarmente stringente in capo alle società che su di esso intendono far quotare le proprie azioni¹⁴⁴.

Gli operatori del mercato hanno anticipato il legislatore nel riconoscere la rilevanza della quotazione e negoziazione di azioni su MTF in relazione alle esigenze di tutela che da esso scaturiscono, e nel predisporre apposite regole volte a soddisfarle. Il che si realizza, collocandosi in un contesto di rapporti fra privati, mediante la prestazione del consenso degli

¹⁴¹ J.H. FARRAR, B. HANNIGAN, *Farrar's Company law*, Londra, Butterworths, 1998.

¹⁴² N. DE LUCA, *Le azioni*, in V. DONATIVI (a cura di), *Trattato delle società. Tomo II*, Torino, UTET, 2022, 736.

¹⁴³ O. CAGNASSO, *Le operazioni sulle proprie azioni*, in O. CAGNASSO, L. PANZANI (a cura di) *Le Nuove s.p.a. Volume Primo. La s.p.a. Profili Comparatistici. La costituzione*, Bologna, Zanichelli, 2013, 436.

¹⁴⁴ Il regolamento di mercato costituisce un atto negoziale unilateralmente predisposto dagli organi societari del gestore del mercato, dal contenuto e dalle funzioni eterogenee. Da un lato, infatti, delinea i requisiti di accesso e permanenza degli emittenti sul mercato gestito, e quindi disciplina i connotati necessari della relazione fra mercato ed emittenti. D'altra parte, il regolamento delinea le caratteristiche e il funzionamento del mercato stesso, e altresì individua obblighi generali per gli operatori coinvolti nelle negoziazioni.

emittenti che intendono accedere al mercato alle condizioni imposte dallo stesso¹⁴⁵. Emittente e mercato concludono così un contratto, avente natura di contratto per adesione¹⁴⁶, contenente condizioni unilateralmente predisposte da una delle parti (il gestore del mercato) che assurgono a condizioni generali di contratto¹⁴⁷, alle quali l'emittente propone di aderire mediante la domanda di ammissione al mercato.¹⁴⁸

Si tratta di obblighi finalizzati alla tutela degli interessi che la quotazione e la successiva negoziazione degli strumenti finanziari fanno emergere e che coinvolgono tanto i soci attuali della società (specie quelli di minoranza – si consideri la disciplina dell'OPA endosocietaria), quanto i potenziali futuri azionisti e, in generale, il pubblico degli investitori.

Del resto, EGM è registrato come mercato di crescita per le PMI, e offre dunque il servizio di *listing* a società che tendenzialmente non presentano, sul piano imprenditoriale, solide garanzie per gli investitori¹⁴⁹. Trattandosi tendenzialmente del primo accesso al mercato dei capitali, è necessario, per garantire l'appetibilità dei titoli ivi quotati, che sia il mercato stesso a “rassicurare” gli investitori circa la ragionevolezza dell'investimento.

Conseguentemente, il Regolamento del mercato Euronext Growth Milan adotta una disciplina che, ad esempio, impone alle società di fornire al mercato in sede di IPO una serie

¹⁴⁵ In particolare, C. MOTTI, *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici*, in R. D'APICE (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, Bologna, Il Mulino, 2010, 705, evidenzia la *natura complessa* del regolamento del mercato, che si esplica nell'essere quest'ultimo, contestualmente, fonte di autodisciplina (disciplina interna del mercato), sia, quanto ai rapporti scaturenti dall'ammissione al mercato, fonte eteronoma degli stessi.

¹⁴⁶ Tale qualificazione è tendenzialmente condivisa dalla dottrina. Si veda, fra gli altri, V. TROIANO, *Sistemi di negoziazione. Mercati regolamentati*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico Finanziario*, Zanichelli, Bologna, 2020, 1027.

¹⁴⁷ Particolarmente interessante è l'osservazione operata da M. VENTORUZZO *Natura giuridica e disciplina del rapporto tra società di gestione di mercati regolamentati e intermediari ammessi all'attività di negoziazione: considerazioni a margine di un caso di 'cancellazione' di contratti conclusi tra operatori*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2005, 710 ss, 728, il quale osserva che la compatibilità fra il regolamento del mercato e la natura di contratto contenente condizioni generali ex art. 1341 c.c. solleva taluni problemi laddove il gestore del mercato proceda alla concessione di deroghe a specifici operatori o emittenti, in ragione delle specificità dell'attività o della realtà societaria, rispetto alla disciplina contenuta all'interno del contratto. Tali “modulazioni” del contenuto del contratto operate dal gestore del mercato lo espongono al rischio di disapplicazione dell'art. 1341 c.c., laddove le deroghe vengano considerate espressione di una vera e propria *trattativa individualizzata* del contratto, incompatibile, secondo la giurisprudenza, con la predisposizione unilaterale delle condizioni contrattuali necessaria perché possa parlarsi di condizioni generali di contratto.

¹⁴⁸ Così M. RUBINO DE RITIS, G. PISANI, *Commento Art. 61*, in G.F. CAMPOBASSO, *Testo Unico della Finanza*, I, Torino, UTET, 2002, 512, secondo i quali il regolamento del mercato «è riconducibile alla tipologia dei contratti per adesione» e che «da domanda di ammissione rappresenta la proposta di adesione alle condizioni generali di contratto predisposte dalla società di gestione».

¹⁴⁹ Trattasi sovente di società di recente costituzione, con *business* ancora in via di consolidamento, e una presenza sul mercato

di informazioni essenziali concernenti gli strumenti finanziari emessi e l'emittente stesso anche laddove non sussista un obbligo in tal senso ai sensi della relativa disciplina europea.

Sul piano della *governance*, è imposto agli amministratori e ai sindaci il possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità stabiliti dal TUF¹⁵⁰, ed è prevista la nomina di almeno 1 amministratore indipendente¹⁵¹. Sono poi previsti obblighi di trasparenza in tema di assetti proprietari, e in particolare la comunicazione al pubblico dell'accrescimento della propria partecipazione e dunque del raggiungimento delle soglie previste per le partecipazioni rilevanti.

Rilevante è poi la disciplina in tema di operazioni con parti correlate, essendo previsto l'obbligo di ottenere il parere del comitato indipendente sull'interesse della società al compimento dell'operazione¹⁵² o comunque l'adozione di presidi equivalenti idonei a garantire la trasparenza e la correttezza dell'operazione.

La peculiarità principale del Regolamento del mercato Euronext Growth Milan è costituita comunque dall'assoggettamento per via contrattuale (nel rapporto fra il gestore del mercato e l'emittente) e statutaria (nel rapporto fra l'emittente e i soci) alle principali disposizioni del TUF in tema di OPA obbligatoria (cd. OPA endosocietaria).

In particolare, il Regolamento obbliga gli emittenti ad adottare nei propri statuti una clausola che richiama e così rende applicabili le disposizioni del TUF in materia di OPA totalitaria obbligatoria¹⁵³. A vigilare sull'operazione è in tal caso un Panel composto da 3 membri

¹⁵⁰ Si tratta dei requisiti di onorabilità stabiliti per i membri degli organi di controllo dal decreto del Ministro di Giustizia n. 162 del 30 marzo 2000, cui rimandano gli artt. 147-*quinquies* e 148 TUF.

¹⁵¹ In particolare, l'art. 6-*bis* del Regolamento EGM prevede che, in sede di nomina dell'amministratore indipendente, e successivamente almeno una volta all'anno, il consiglio di amministrazione valuti le relazioni riconducibili all'amministratore stesso che, alla luce delle informazioni provenienti dall'interessato o comunque a disposizione della società, possano o appaiano «tali da compromettere l'autonomia di giudizio di tale amministratore». In tale attività valutativa, il consiglio di amministrazione non gode, peraltro, di piena discrezionalità. Infatti, il Regolamento EGM richiede che siano predeterminati e resi pubblici i criteri «quantitativi e qualitativi di significatività delle relazioni potenzialmente rilevanti» ai fini della valutazione dell'indipendenza.

¹⁵² Essendo sufficiente la nomina anche di 1 solo amministratore indipendente, sarà sufficiente il suo parere.

¹⁵³ Dal momento che il Regolamento EGM obbliga solo l'emittente ad adottare la clausola all'interno dello statuto, si ritiene che gli obblighi concretamente connessi all'OPA obbligatoria trovino fonte nello statuto, e non nel Regolamento. Quest'ultimo infatti rileva solo nei rapporti negoziali fra emittente e società di gestione, mentre sarà la clausola statutaria a rilevare nei rapporti fra azionisti e società. Così F. ANNUNZIATA, *“Il migliore dei mondi possibili”? L'accesso delle PMI alle trading venues: libertà, condizionamenti e gold plating*, Riv. Soc., 2021, 1214. Il Regolamento funge dunque da «canone uniforme di interpretazione della clausola» secondo A. TRISCORNA, *Il “gioco dell'OPA” all'AIM*, in Riv. dir. soc., 2017, 822.

nominati da Borsa Italiana che è chiamato ad adottare delle determinazioni attinenti al corretto svolgimento dell'offerta (dunque anche in tema di determinazione del prezzo offerto) e con il quale i soggetti coinvolti nell'operazione possono interloquire o rivolgersi in caso di contestazioni e controversie (agisce quindi come Autorità che regola l'operazione). In aggiunta, il Regolamento impone alle società di pubblicare un documento d'offerta, che presenta la specifica per cui né Consob né Borsa Italiana hanno approvato il contenuto del documento¹⁵⁴.

In ogni caso, quando l'OPA che rientri nei requisiti perché si consideri offerta pubblica ai sensi del TUF, l'emittente dovrà presentare alla Consob il documento d'offerta, che questa dovrà approvare entro 30 giorni (e non entro 15, come per i mercati regolamentati)¹⁵⁵.

Prospettandosi in tale sede interventi normativi che costituiscano un *minimum standard* di disciplina da applicare a tutte le società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione, e tenendo ben presente che, nel fare ciò, occorre conservare la peculiare “leggerezza” della disciplina che contraddistingue tali sedi di negoziazione alternative ai mercati regolamentati, al fine di incentivarne l'uso da parte delle società, è necessario constatare che la disciplina di fonte legale non possa riproporre le soluzioni regolamentari contenute all'interno dal Regolamento EGM.

La rilevanza dei contrapposti interessi emergenti in relazione al tema delle negoziazioni su MTF induce a ritenere che l'assetto normativo da costruire debba, da un lato, tener conto dell'esigenza di tutela del mercato, degli investitori e dei soci di minoranza, disciplinando taluni profili di operatività delle *trading venues* e delle società nell'ottica di fornire presidi in

¹⁵⁴ Ai sensi dell'art. 6-*bis* anche laddove l'offerta non sia tale da rendere applicabile la disciplina di cui al Capo I, Sez. II del TUF, il Regolamento EGM obbliga alla redazione e pubblicazione del documento d'offerta. L'art. 102, obbliga gli emittenti a comunicare alla Consob e al pubblico la decisione ovvero l'obbligo di “offerta pubblica di acquisto o di scambio”. Ai sensi dell'art. 1, co. 1, lett. *1)*, per “offerta pubblica di acquisto o di scambio” si intende «ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 3, lettere b) e c)». L'articolo fa riferimento alle esenzioni previste in tema di offerta pubblica di sottoscrizione e di vendita dal Regolamento Emittenti Consob, e quindi non saranno offerte rilevanti ai fini del TUF (*ex art. 34-ter*) quelle (fra le altre):

- rivolte ad un numero di soggetti inferiore a centocinquanta, diversi da investitori qualificati;
- rivolte solo a investitori qualificati;

il cui corrispettivo totale per ciascuna offerta nell'Unione Europea, calcolato su un periodo di 12 mesi, è inferiore a 8.000.000 di euro

¹⁵⁵ Il termine inferiore di 15 giorni è stato introdotto per effetto della modifica apportata sull'art. 102 TUF dalla cd. Legge Capitali.

favore dei soggetti menzionati. D'altra parte, come si diceva, l'incentivazione del ricorso da parte delle società a tali mercati deve essere assicurato mediante la conservazione di una regolamentazione snella.

Conseguentemente, costituendo il tema del presente elaborato la riflessione sulla disciplina *di fonte legale* che deve ritenersi applicabile alle società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione, si ritiene che l'impostazione da seguire sia la seguente. La legge deve dettare una serie di disposizioni che costituiscano il nucleo di tutela minimo ed imprescindibile per tutte le società con azioni ammesse alla negoziazione su un qualsiasi sistema multilaterale di negoziazione.

L'eventuale introduzione di regole ulteriori e più stringenti rispetto alla cornice legale di base è giusto che rimanga rimessa all'autonomia privata dei gestori dei mercati, nel contesto dei rispettivi regolamenti di mercato che gli emittenti sono liberi di accettare o declinare. L'assetto regolamentare proposto da ciascun mercato decreterà il suo successo o insuccesso sulla base delle ordinarie regole della concorrenza, in questo caso fra mercati, sia nazionali che internazionali.

Di conseguenza, non si ritiene opportuno accogliere a livello legislativo gli obblighi di informazione al pubblico (in tema di partecipazioni rilevanti, informativa sulle operazioni societarie e la relazione semestrale) prevista del Regolamento EGM (artt. 17 e 26), posto che, in quanto emittenti strumenti finanziari, le società con azioni negoziate su MTF sono già soggette alla rigorosa disciplina imposta dal Regolamento MAR.

Disincentivante l'apertura della società al mercato può risultare altresì la disciplina in tema di operazioni con parti correlate (art.13, Regolamento EGM), e, a monte della stessa, la nomina obbligatoria di un amministratore indipendente nel consiglio di amministrazione, nonché le ulteriori norme sulla governance (i requisiti di professionalità degli amministratori *ex art. 147-quinquies* TUF e di onorabilità e professionalità dei sindaci *ex art. 148* TUF, la nomina dell'*investor relation manager* e dello specialista *liquidity provider*).

Invero, se ci si allontana dallo specifico interesse del gestore del mercato di incrementare il livello di controllo sulla gestione e sul controllo delle società quotate su EGM, motivato dall'esigenza di attrarre investitori sul mercato, resta fermo il dato della peculiare natura delle società che accedono ai sistemi multilaterali di negoziazione. Si tratta, come più volte detto,

di società di piccole dimensioni, poco capitalizzate e poco strutturate, per le quali l'imposizione *ex lege* di ingenti e onerose disposizioni di legge finirebbe per far loro valutare poco conveniente l'accesso a tali sedi di negoziazione.

In particolare, per quanto concerne la disciplina in tema di OPA, pur riconoscendo i benefici che un'estensione *ex lege* di tale disciplina potrebbe comportare, non si può ignorare che quest'ultima costituisca un regime normativo concepito per società di ben più rilevante dimensione e peso sistemico. È emersa infatti, nel corso dei precedenti paragrafi e dai dati di mercato considerati (specie quelli sulla capitalizzazione delle società), la dimensione particolarmente contenuta delle società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione, per le quali l'applicazione del complesso di disposizioni in tema di offerta pubblica obbligatoria rischia di rivelarsi eccessiva e sproporzionata rispetto alle esigenze effettive di tutela dei soci e del mercato.