

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

*L'equity crowdfunding esteso a tutte le PMI:
un'opportunità per lo sviluppo delle aziende*

* * *

Apertura al mercato dei capitali: quadro regolamentare, benefici e oneri

NAPOLI

9 FEBBRAIO 2018

RENATO MAVIGLIA

RESPONSABILE

**UFFICIO PROSPETTI EQUITY E INITIAL PUBLIC OFFERING - DIVISIONE INFORMAZIONE EMITTENTI
CONSOB**

I VANTAGGI DERIVANTI DALL'APERTURA AL MERCATO DEI CAPITALI

- **ACCESSO AL CAPITALE PER CRESCERE**
- **MERCATO PER LE AZIONI**
- **REMUNERAZIONE DEI DIPENDENTI BASATA SU AZIONI**
- **VANTAGGI NEL M&A**
- **MIGLIORE VISIBILITÀ VERSO CLIENTI E FORNITORI**
- **MIGLIORE EFFICIENZA AZIENDALE**

VANTAGGI:

SECONDO UNO STUDIO ELABORATO DALLA CONSOB (*) SULLA BASE DI UN CONFRONTO DI 10 ANNI (2002-2011) TRA I BILANCI DI UN CAMPIONE DI MEDIE IMPRESE ITALIANE QUOTATE IN BORSA CON UN CAMPIONE DI IMPRESE NON QUOTATE SIMILI PER SETTORE INDUSTRIALE E PER DIMENSIONE, MOSTRA CHE:

LE SOCIETÀ QUOTATE HANNO:

- **REGISTRATO TASSI DI CRESCITA NOTEVOLMENTE SUPERIORI RISPETTO ALLE NON QUOTATE IN TERMINI DI FATTURATO, INVESTIMENTI E OCCUPAZIONE, ANCHE GRAZIE A UNA MAGGIORE POSSIBILITÀ DI RICORSO AL CAPITALE DI DEBITO;**
- **GENERATO UNA MAGGIORE REDDITIVITÀ,**
- **RISENTITO IN MISURA PIÙ ATTENUATA DEGLI EFFETTI DELLA CRISI FINANZIARIA DEL 2007 E DELLA CONSEGUENTE RECESSIONE CHE HA AVUTO INIZIO NEL 2009**

(*) «IMPLICAZIONI E POSSIBILI MOTIVAZIONI DELLA SCELTA DI NON QUOTARSI DA PARTE DELLE MEDIE IMPRESE ITALIANE» L. GIORDANO, M. MODENA N. 7 - SETTEMBRE 2017

GLI SVANTAGGI DERIVANTI DALL'APERTURA **AL MERCATO DEI CAPITALI**

- **POTENZIALE PERDITA DEL CONTROLLO**
- **PREZZO CONDIZIONATO DALLE VARIABILI DEL MERCATO**
- **OBBLIGHI DI TRASPARENZA (PERDITA DI *PRIVACY*)**
- **ONERI DIRETTI E INDIRETTI**
- **IMPIEGO DI RISORSE UMANE (AMMINISTRATIVE, *INVESTOR RELATION*)**
- **LIMITI E RESPONSABILITÀ DEGLI AMMINISTRATORI**

MODALITA' DI APERTURA DEL CAPITALE AL PUBBLICO:

- **DISTRIBUZIONE DELLE AZIONI A SOGGETTI TERZI DIVERSI DAI SOCI FONDATORI**
- **APERTURA AL VENTURE CAPITAL**
- **OFFERTA TRAMITE PORTALI DI EQUITY CROWDFUNDING**
- **APERTURA AL PRIVATE EQUITY**
- **ACCESSO AI SISTEMI ORGANIZZATI DI NEGOZIAZIONE**
- **OFFERTA ISTITUZIONALE E AMMISSIONE A NEGOZIAZIONE NEI SISTEMI MULTILATERALI DI NEGOZIAZIONE - AIM DI BORSA ITALIANA**
- **SME GROWTH MARKET MERCATI DI CRESCITA PER LE PMI**
- **OFFERTA PUBBLICA O ISTITUZIONALE E QUOTAZIONE NEI MERCATI REGOLAMENTATI MERCATO TITOLI AZIONARI DI BORSA ITALIANA**
- **DOPPIO BINARIO IPO/*PRIVATE EQUITY* (C.D. *DUAL TRACK*)**
- **PROGETTO ELITE DI BORSA ITALIANA**

MERCATI REGOLAMENTATI - MTA DI BORSA ITALIANA

SISTEMA MULTILATERALE AMMINISTRATO E/O GESTITO DA UN GESTORE DEL MERCATO, CHE CONSENTE O FACILITA L'INCONTRO, AL SUO INTERNO E IN BASE ALLE SUE REGOLE NON DISCREZIONALI, DI INTERESSI MULTIPLI DI ACQUISTO E DI VENDITA DI TERZI RELATIVI A STRUMENTI FINANZIARI, IN MODO DA DARE LUOGO A CONTRATTI CONFORMEMENTE ALLE SUE REGOLE E/O AI SUOI SISTEMI, E CHE È AUTORIZZATO E FUNZIONA REGOLARMENTE

SISTEMI MULTILATERALI DI NEGOZIAZIONE - AIM DI BORSA ITALIANA

UN SISTEMA MULTILATERALÈ GESTITO DA UN'IMPRESA DI INVESTIMENTO O DA UN GESTORE DEL MERCATO CHE CONSENTE L'INCONTRO, AL SUO INTERNO E IN BASE A REGOLE NON DISCREZIONALI, DI INTERESSI MULTIPLI DI ACQUISTO E DI VENDITA DI TERZI RELATIVI A STRUMENTI FINANZIARI,

IL GESTORE DI UN SISTEMA MULTILATERALE DISPONE DI:

A) REGOLE NON DISCREZIONALI PER L'ESECUZIONE DEGLI ORDINI NEL SISTEMA;

B) PROCEDURE PER GESTIRE I RISCHI AI QUALI È ESPOSTO IL SISTEMA, MECCANISMI ESISTEMI ADEGUATI AD IDENTIFICARE TUTTI I RISCHI CHE POSSANO COMPROMETTERE IL FUNZIONAMENTO DEL SISTEMA E MISURE EFFICACI PER ATTENUARE TALI RISCHI;

C) RISORSE FINANZIARIE SUFFICIENTI AD ASSICURARE IL FUNZIONAMENTO ORDINATO, TENUTO CONTO DELLA TIPOLOGIA DI OPERAZIONI CONCLUSE SUL MERCATO E DEI RELATIVI VOLUMI,

AMMISSIONE ALLA QUOTAZIONE: PROFILI NORMATIVI

➤ SUI MERCATI REGOLAMENTATI

- IL PROSPETTO DI QUOTAZIONE (FINALITÀ E DISCIPLINA)
- OBBLIGHI CONTINUATIVI (INFORMAZIONI FINANZIARIE E *PRICE SENSITIVE*) E DIVIETI DI *MARKET ABUSE*

➤ SUGLI MTF (AIM)

- GLI ADEMPIMENTI INIZIALI
- GLI OBBLIGHI CONTINUATIVI E DIVIETI DI *MARKET ABUSE*

MIFID II – INTRODUCE LO SME GROWTH MARKET

L'AUTORITÀ COMPETENTE SU DOMANDA, REGISTRA UN SISTEMA MULTILATERALE DI NEGOZIAZIONE COME MERCATO DI CRESCITA PER LE PMI SE:

- **ALMENO IL 50% DEGLI EMITTENTI I CUI STRUMENTI FINANZIARI SONO AMMESSI ALLA NEGOZIAZIONE SUL SISTEMA SONO PMI**

SME GROWTH MARKET

REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/565 DEL 25 APRILE 2016

IL MERCATO DI CRESCITA PER LE PMI DEVE:

- **STABILIRE REGOLE CHE PREVEDONO CRITERI OBIETTIVI E TRASPARENTI PER L'AMMISSIONE INIZIALE E CONTINUATIVA ALLA NEGOZIAZIONE DI EMITTENTI NELLA SUA SEDE;**
- **POSSEDERE UN MODELLO OPERATIVO APPROPRIATO PER L'ADEMPIMENTO DELLE SUE FUNZIONI E ASSICURI IL MANTENIMENTO DI NEGOZIAZIONI CORRETTE E ORDINATE RIGUARDO AGLI STRUMENTI FINANZIARI AMMESSI ALLA NEGOZIAZIONE NELLA SUA SEDE;**

SME GROWTH MARKET

REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/565 DEL 25 APRILE 2016

- **STABILIRE UN APPROPRIATO DOCUMENTO DI AMMISSIONE, REDATTO SOTTO LA SUA RESPONSABILITÀ, NEL QUALE È DICHIARATO CHIARAMENTE SE È STATO O MENO APPROVATO O RIESAMINATO E DA QUALE SOGGETTO;**
- **STABILIRE REGOLE CHE DEFINISCONO IL CONTENUTO MINIMO DEL DOCUMENTO DI AMMISSIONE IN MODO TALE DA FORNIRE AGLI INVESTITORI INFORMAZIONI SUFFICIENTI A CONSENTIRE LORO DI EFFETTUARE UNA VALUTAZIONE INFORMATA DELLA POSIZIONE E DELLE PROSPETTIVE FINANZIARIE DELL'EMITTENTE, NONCHÉ DEI DIRITTI CONNESSI AI SUOI TITOLI;**

SME GROWTH MARKET

REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/565 DEL 25 APRILE 2016

- RICHIEDERE ALL'EMITTENTE DI DICHIARARE, NEL DOCUMENTO DI AMMISSIONE DI CUI ALLA LETTERA C), SE RITIENE IL SUO **CAPITALE CIRCOLANTE SUFFICIENTE** PER LE SUE ATTUALI ESIGENZE O, IN CASO NEGATIVO, COME PROPONE DI PROVVEDERE AL CAPITALE CIRCOLANTE AGGIUNTIVO NECESSARIO;

- **ADEGUATO RIESAME** DEL DOCUMENTO DI AMMISSIONE RIGUARDO A COMPLETEZZA, COERENZA E COMPRESIBILITÀ;

- IMPORRE LA PUBBLICAZIONE DI:
 - ✓ RELAZIONI FINANZIARIE **ANNUALI** ENTRO 6 MESI
 - ✓ RELAZIONI FINANZIARIE **SEMESTRALI** ENTRO 4 MESI;

SME GROWTH MARKET

REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/565 DEL 25 APRILE 2016

- ASSICURARE LA **DIFFUSIONE** DELLE INFORMAZIONI AL PUBBLICO TRAMITE IL **SITO INTERNET DEL GESTORE** O FORNENDO SULLO STESSO UN COLLEGAMENTO DIRETTO ALLA **SITO INTERNET DEGLI EMITTENTI**;
- ASSICURARE CHE LE INFORMAZIONI REGOLAMENTARI RIMANGANO **DISPONIBILI** SUL SITO INTERNET DEL GESTORE PER MINIMO **5 ANNI**.

❑ MERCATI REGOLAMENTATI

PROSPETTO DI QUOTAZIONE:

- EQUIVALENTE PER FINALITÀ, CONTENUTO E DISCIPLINA AL PROSPETTO DI OFFERTA

OBBLIGHI CONTINUATIVI:

- INFORMAZIONE CONTINUA (COMUNICATI *PRICE SENSITIVE*)
- INFORMAZIONE PERIODICA
 - RELAZIONI FINANZIARIE (IFRS)
 - TRIMESTRALE (FACOLTATIVA)
- INFORMAZIONE OCCASIONALE (OPERAZIONI STRAORDINARIE)

DIVIETI DI *MARKET ABUSE* (*INSIDER TRADING* E MANIPOLAZIONE INFORMATIVA E OPERATIVA)

□ MTF (AIM)

ADEMPIMENTI INIZIALI E REQUISITI MINIMI DI AMMISSIONE:

- **DOCUMENTO DI AMMISSIONE (PIÙ SEMPLICE DI UN PROSPETTO)**
- **PRESENZA DEL NOMAD CHE VALUTA POTENZIALITÀ DI SUCCESSO**
- **NO CAPITALIZZAZIONE MINIMA O MASSIMA**
- **FLOTTANTE ALMENO DEL 10% CON ALMENO 5 INVESTITORI PROFESSIONALI O 10 INVESTITORI DI CUI 2 PROFESSIONALI**
- **NO REQUISITI DI *CORPORATE GOVERNANCE***
- **NO REQUISITI ECONOMICO-FINANZIARI SPECIFICI**

OBBLIGHI CONTINUATIVI:

- **BILANCIO E SEMESTRALE (NO TRIMESTRALE)**
- **INFORMAZIONE CONTINUA**

DIVIETI DI *MARKET ABUSE* (REGOLAMENTO N. 596/2014/CE IN VIGORE DAL 3 LUGLIO 2016)

□ MTF (AIM)

È IL MERCATO STESSO, GRAZIE ALLA FIGURA DEL NOMAD, A DEFINIRE:

- **LA DIMENSIONE IDEALE DELLE SOCIETÀ CHE CONCRETAMENTE VERRANNO AMMESSE AL MERCATO,**
- **IL FLOTTANTE CHE SARÀ OPPORTUNO COLLOCARE PER GARANTIRE ADEGUATA LIQUIDITÀ AL TITOLO E**
- **I PRESÌDI IN TERMINI DI GOVERNANCE PER TUTELARE GLI AZIONISTI DI MINORANZA.**

IN FASE DI AMMISSIONE: LA SOCIETÀ DEVE PREDISPORRE SOLTANTO IL **DOCUMENTO DI AMMISSIONE, CHE RIPORTA LE INFORMAZIONI UTILI PER GLI INVESTITORI RELATIVE:**

- **ALL'ATTIVITÀ DELLA SOCIETÀ,**
- **AL MANAGEMENT E AGLI AZIONISTI**
- **AI DATI ECONOMICO-FINANZIARI.**

OFFERTA AL PUBBLICO: PROFILI NORMATIVI

- **PRIMA DELLA DATA STABILITA PER L'INIZIO DELLE NEGOZIAZIONI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI IN UN MERCATO REGOLAMENTATO L'EMITTENTE PUBBLICA UN PROSPETTO**
- **COLORO CHE INTENDONO EFFETTUARE UNA OFFERTA AL PUBBLICO PUBBLICANO PREVENTIVAMENTE UN PROSPETTO (ART. 94 TUF)**
- **PRIMA DI ESSERE PUBBLICATO IL PROSPETTO DEVE ESSERE APPROVATO DALLA CONSOB**

OFFERTA AL PUBBLICO: PROFILI NORMATIVI

- **FINALITÀ DEL PROSPETTO DI OFFERTA**
- **CONTENUTO DEL PROSPETTO**
- **ESENZIONI**

□ FINALITÀ DEL PROSPETTO DI OFFERTA

IL PROSPETTO CONTIENE LE INFORMAZIONI CHE, A SECONDA DELLE CARATTERISTICHE DEI PRODOTTI FINANZIARI E DEGLI EMITTENTI, SONO NECESSARIE AFFINCHÉ GLI INVESTITORI POSSANO PERVENIRE A UN FONDATO GIUDIZIO:

- SULLA SITUAZIONE PATRIMONIALE, ECONOMICA, FINANZIARIA E SULL'EVOLUZIONE DELL'ATTIVITÀ DELL'EMITTENTE E**
- SUI PRODOTTI FINANZIARI E RELATIVI DIRITTI**

□ CONTENUTO DEL PROSPETTO

IL PROSPETTO PUÒ ESSERE REDATTO NELLA FORMA DI UNICO DOCUMENTO OPPURE NELLA FORMA C.D. TRIPARTITA. IN ENTRAMBI I CASI, IL PROSPETTO CONTIENE:

- INFORMAZIONI SULL'EMITTENTE (DOCUMENTO DI REGISTRAZIONE)**
- INFORMAZIONI SUGLI STRUMENTI FINANZIARI OFFERTI E SULL'OPERAZIONE (NOTA INFORMATIVA)**

LE INFORMAZIONI SULL'EMITTENTE E SUGLI STRUMENTI FINANZIARI SONO RIPORTATE ALTRESÌ, IN FORMA SINTETICA, NELLA NOTA DI SINTESI.

□ ESENZIONI

SONO PREVISTI TALUNI CASI DI INAPPLICABILITÀ DELLA DISCIPLINA DEL PROSPETTO DI OFFERTA (ART. 34-TER DEL REGOLAMENTO EMITTENTI). IN PARTICOLARE, SONO ESENTI LE OFFERTE:

- **RIVOLTE AI SOLI INVESTITORI QUALIFICATI (IMPRESE DI INVESTIMENTO, BANCHE, INTERMEDIARI FINANZIARI)**
- **RIVOLTE A UN NUMERO DI SOGGETTI INFERIORE A 150**
- **DI AMMONTARE COMPLESSIVO INFERIORE A EURO 5.000.000**

GLI EMITTENTI STRUMENTI FINANZIARI DIFFUSI

- **LE NORME DEL CODICE CIVILE PER LE SOCIETÀ CHE FANNO RICORSO AL MERCATO DEL CAPITALE DI RISCHIO**
- **GLI OBBLIGHI INFORMATIVI**
- **L'ELENCO DEGLI EMITTENTI DIFFUSI TENUTO DALLA CONSOB**

❑ LE NORME DEL CODICE CIVILE PER LE SOCIETÀ CHE FANNO RICORSO AL MERCATO DEL CAPITALE DI RISCHIO

GLI EMITTENTI AZIONI DIFFUSE SONO INDIVIDUATI DAL CODICE CIVILE – UNITAMENTE AGLI EMITTENTI AZIONI QUOTATE – COME “SOCIETÀ CHE FANNO RICORSO AL MERCATO DEL CAPITALE DI RISCHIO” (C.D. “SOCIETÀ APERTE”) A CUI È APPLICABILE UNA DISCIPLINA SOCIETARIA PARZIALMENTE DIVERSA DA QUELLA APPLICABILE ALLE C.D. “SOCIETÀ CHIUSE” (ART. 2325-BIS C.C.).

IN PARTICOLARE SI EVIDENZIANO LE NORME RELATIVE:

- AL GOVERNO SOCIETARIO (ES: QUORUM COSTITUTIVI E DELIBERATIVI INFERIORI PER LE ASSEMBLEE - ARTT. 2368 E 2369 C.C.)
- AI DIRITTI DELLE MINORANZE (ES: MINORI PERCENTUALI PER L’ESERCIZIO DELL’AZIONE SOCIALE DI RESPONSABILITÀ, DA UN QUINTO DEL CAPITALE SOCIALE È RIDOTTA A UN QUARANTESIMO DEL CAPITALE SOCIALE – ART. 2393-BIS C.C.)

□ GLI OBBLIGHI INFORMATIVI

GLI OBBLIGHI INFORMATIVI A CUI GLI EMITTENTI DIFFUSI SONO TENUTI SONO RELATIVI A:

- **INFORMAZIONE CONTINUA (COMUNICATI *PRICE SENSITIVE*)**
- **INFORMAZIONE PERIODICA (RELAZIONI FINANZIARIE ANNUALI)**
- **DISPOSIZIONI IN MATERIA DI *CORPORATE GOVERNANCE* (OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE, *STOCK OPTION*, PATTI PARASOCIALI, LIMITI AL CUMULO DEGLI INCARICHI)**
- **DISPOSIZIONI IN MERITO ALL'ESERCIZIO DEI DIRITTI**

TALI OBBLIGHI INFORMATIVI SONO CONTENUTI NEL:

- **D. LGS. N. 58/1998 (TUF)**
- **REGOLAMENTO CONSOB N. 11971/1999 (REGOLAMENTO EMITTENTI)**
- **REGOLAMENTO CONSOB N. 17221/2010 (REGOLAMENTO PARTI CORRELATE)**

□ ELENCO DEGLI EMITTENTI DIFFUSI TENUTO DALLA CONSOB

L'ELENCO DEGLI EMITTENTI DIFFUSI:

- È PUBBLICATO SUL SITO INTERNET DELLA CONSOB**
- È AGGIORNATO – NORMALMENTE SU BASE ANNUALE – ALLA LUCE DELLE COMUNICAZIONI TRASMESSE DAGLI EMITTENTI STESSI**

L'ACQUISTO O LA PERDITA DELLO *STATUS* DI EMITTENTE DIFFUSO CONSEGUE *OPE LEGIS*, RISPETTIVAMENTE, ALLA SUSSISTENZA O ALLA PERDITA DEI REQUISITI QUALITATIVI E QUANTITATIVI DI CUI ALL'ART. 2-BIS DEL REGOLAMENTO EMITTENTI.

L'ELENCO PERTANTO NON ASSUME EFFICACIA COSTITUTIVA, AI FINI DELL'ATTRIBUZIONE O MENO DI DETTA QUALIFICA IN CAPO AD UNA SOCIETÀ, MA ASSOLVE UNA FUNZIONE MERAMENTE RICOGNITIVA E CONOSCITIVA PER IL PUBBLICO.

**LE INIZIATIVE DELLA CONSOB VOLTE AD AGEVOLARE
L'APERTURA AL MERCATO DEI CAPITALI**

SEMPLIFICAZIONI NORMATIVE

□ RAZIONALIZZAZIONE DISCIPLINA PMI

IN ITALIA

➤ **CONSOB HA FAVORITO L'AVVIO DEL PROGRAMMA “PIÙ BORSA” INIZIO MARZO 2012 CHE HA INDIVIDUATO ANCHE SPUNTI DI RAZIONALIZZAZIONE DELLE REGOLE PER LE PMI**

❖ RIPRESI SUCCESSIVAMENTE DAL TUF:

- **DEFINIZIONE PMI POI RIPRESA DAL TUF: OSSIA LE SOCIETÀ EMITTENTI **AZIONI** CON:**
 - ✓ **FATTURATO ANCHE ANTERIORMENTE ALL'AMMISSIONE ALLA NEGOZIAZIONE DELLE PROPRIE AZIONI INFERIORE A 300 MILIONI DI EURO, OVVERO**
 - ✓ **CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO INFERIORE AI 500 MILIONI DI EURO.**
- **ELEVAZIONE SOGLIA PER LA COMUNICAZIONE PARTECIPAZIONE RELIVANTI 5% VS 3%;**
- **FACOLTÀ STATUTARIA DIVERSA SOGLIA OPA TRA 25% E 40% (OPT-OUT)**
- **RECENTE MODIFICA TUF DVISIONE PROCESSO AMMISSIONE AL LISTING – TRADING**
- **AZIONI A VOLTO MULTIPLO**

❖ RIPRESI SUCCESSIVAMENTE DAL REGOLAMENTO EMITTENTI CONSOB:

- ✓ **SEMPLIFICAZIONI FILING PROSPETTI IN CONSOB (PRE-FILING)**
- ✓ **DEROGA STATUTARIA DALL'OBBLIGO DI PRODURRE DOCUMENTI INFORMATIVI AD HOC SULLE OPERAZIONI STRAORDINARIE (OPT-OUT);**

□ UN DATO: NEL 2017 SU 9 SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE SU MTA (80% OFFERTA ISTITUZIONALE) 7 SONO STATE PMI