

ATTUALITÀ

# DDL Capitali: le novità per gli emittenti MTF

3 Novembre 2023

**Lukas Plattner**, Partner, ADVANT Nctm



**Lukas Plattner**, Partner, ADVANT Nctm;  
Membro del Comitato Scientifico di  
AssoNEXT

**> Nome Cognome**

Lukas Plattner è Partner di ADVANT Nctm. Si occupa di Diritto del Mercato dei Capitali e di Fusioni & Acquisizioni. Ha maturato una profonda esperienza nell'ambito di operazioni di equity capital market sul mercato primario (IPO) e secondario, di raccolta di debito, nella gestione di operazioni straordinarie di private e public M&A (OPA, cessioni, conferimenti, fusioni, scissioni, strutturazione di piani di incentivazione).

**ADVANT Nctm**

Dopo circa 2 anni dall'avvio dei lavori che hanno portato alla pubblicazione del Libro Verde MEF sulla competitività dei mercati (2022) il tanto atteso DDL Capitali è stato approvato dal Senato il 24 ottobre 2023 (e assegnato alla Camera il 30 ottobre) nella forma proposta da MEF ad aprile con poche modifiche e due rilevanti novità per gli emittenti quotati sul mercato regolamentato: le modalità di presentazione della lista da parte del consiglio di amministrazione e il voto maggiorato a crescere sino a 10 voti. In questo breve articolo passeremo in rassegna i principali interventi che riguardano gli emittenti MTF, che, per la prima volta, entrano a pieno diritto nell'ambito di un processo di riforma normativa concernente i mercati finanziari, e gli emittenti diffusi, la cui disciplina viene fortemente ridimensionata.

**Offerta fuori sede**

Gli emittenti MTF potranno auto-collocare, dopo l'IPO, azioni o altri strumenti finanziari che permettano di acquistare o sottoscrivere azioni (es. *warrant* od obbligazioni convertibili) in esenzione dalla disciplina dell'offerta fuori sede qualora le tranche offerte siano superiori a Euro 250.000 e il collocamento sia effettuato dagli amministratori dell'emittente o da personale con funzioni direttive. Sono escluse da tale esenzione le SICAF e le SICAV. Purtroppo, l'importo pare eccessivamente alto e forse andrebbe rivisto per le PMI negoziate su MTF, così da assicurare una adeguata proporzionalità, e portato a Euro 100.000 in linea con le norme in tema di esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto informativo ex art. 4, Regolamento 1129/2017/UE.

**Emittenti strumenti finanziari diffusi**

L'art. 4 prevede un primo riordino della vetusta disciplina concernente gli emittenti diffusi, in cui rientrano, secondo il nuovo art. 2325-ter, cod. civ., gli emittenti che abbiano più di 500 azionisti, diversi dai soci con partecipazioni superiori al 3%, che detengano complessivamente almeno il 5% del capitale e superino due dei tre limiti indicati dall'articolo 2435-bis, primo comma (1), relativo al bilancio in forma abbreviata.

La definizione di emittente diffuso di cui sopra viene, come detto, trapiantata dall'art. 2-bis del Regola-

(1) A seguito dell'abrogazione dell'art. 116, TUF, la nozione codicistica di società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante viene circoscritta agli emittenti azioni od obbligazioni.

mento Emittenti CONSOB al nuovo art. 2325-ter, cod. civ., con un discutibile irrigidimento normativo<sup>(2)</sup> e allargata ulteriormente considerato che l'art. 2325-ter, cod. civ., non riprende le condizioni di cui all'art. 2-bis, comma 2, Regolamento Emittenti CONSOB concernenti le modalità di diffusione delle azioni attualmente che deve essere avvenuta a seguito: (a) di un'offerta al pubblico o un collocamento nei 24 mesi precedenti il superamento dei requisiti quantitativi; (b) di un'offerta al pubblico o un collocamento in presenza dei requisiti quantitativi; (c) della negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione o se sono state ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati e successivamente sono state oggetto di revoca; o (d) di emissioni di azioni da parte di banche e sono acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze<sup>(3)</sup>. In questo modo, l'assunzione dello status di emittente con azioni diffuse potrà dipendere dalla mera casualità vista l'eliminazione dei requisiti causali del ricorso al mercato di cui al comma 2 dell'art. 2-bis, cit., in difetto dei quali il raggiungimento delle soglie quantitative di cui al comma 1 è oggi irrilevante.

Quanto ai prestiti obbligazionari si considerano emittenti diffusi se hanno emesso, anche in diverse emissioni, obbligazioni di valore nominale complessivamente non inferiore a 5 milioni di Euro e con un numero di obbligazionisti superiore a 500.

Gli emittenti, qualora si verificano le condizioni di cui al nuovo art. 2325-ter, cod. civ., si considerano emittenti diffusi dall'inizio dell'esercizio sociale successivo a quello nel corso del quale si sono verificate le condizioni fino alla chiusura dell'esercizio sociale in cui è stato accertato il venir meno di tali condizioni. Pertanto, dal primo esercizio successivo all'accertamento dei requisiti di legge troveranno

(2) L'articolo 111-bis, disp. att. cod. civ. viene di conseguenza abrogato.

(3) Non si considerano emittenti diffusi quegli emittenti le cui azioni sono soggette a limiti legali alla circolazione riguardanti anche l'esercizio dei diritti aventi contenuto patrimoniale, ovvero il cui oggetto sociale prevede esclusivamente lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale o volte al godimento da parte dei soci di un bene o di un servizio. Inoltre, non sono emittenti diffusi: 1) gli emittenti in amministrazione straordinaria dalla data di emanazione del decreto che dispone la cessazione dell'attività di impresa; 2) gli emittenti in concordato preventivo liquidatorio o in continuità indiretta dalla data di omologazione da parte dell'autorità giudiziaria; 3) gli emittenti nei cui confronti è dichiarata la liquidazione giudiziale o posti in liquidazione coatta amministrativa a norma del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, di cui al decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, o delle leggi speciali; 4) gli emittenti nei cui confronti è stata disposta la totale riduzione delle azioni o del valore delle obbligazioni dalla data di pubblicazione del provvedimento di cui all'articolo 32, comma 3, del decreto legislativo 16 novembre 2015, n. 180.

applicazione tutte le norme codicistiche concernenti gli emittenti diffusi nonché quelle previste in leggi speciali<sup>(4)</sup>.

Un primo intervento di alleggerimento della disciplina concernente gli emittenti diffusi vede l'eliminazione dal TUF tramite la soppressione del richiamo agli emittenti diffusi contenuto in diversi articoli del D. Lgs. 58/1998.

L'art. 116, TUF, viene abrogato (unitamente alle sanzioni di cui all'art. 193-bis, comma 1, TUF), il che dovrebbe portare la CONSOB a sopprimere gli artt. 2-bis e 108-112 del Regolamento Emittenti CONSOB considerato il venir meno della delega legislativa di cui ai commi 1 e 1-bis, dell'art. 116, TUF, che attribuisce all'Autorità di Vigilanza di stabilire i criteri per l'individuazione degli emittenti strumenti finanziari e le modalità di informazione del pubblico. Pertanto, un emittente diffuso non sarà più soggetto a obblighi di informativa ulteriori rispetto a quelli previsti per la società chiuse. Gli emittenti MTF diffusi non saranno nemmeno tenuti a comunicare a CONSOB l'acquisto o la perdita della qualifica di emittente diffuso nonché le ulteriori informazioni di cui all'art. 108, Regolamento Emittenti CONSOB e, per l'effetto, dovrebbe essere eliminato l'elenco degli emittenti diffusi tenuto dalla CONSOB. Per gli emittenti MTF si tratta di semplificazioni di rilievo e del tutto condivisibili considerato che sono già tenuti agli obblighi previsti dal regolamento (UE) n. 596/2014 sugli abusi di mercato.

Agli emittenti MTF diffusi non saranno più applicabili le disposizioni che riguardano gli obblighi pubblicitari in materia di piani di incentivazione a favore di componenti del consiglio di amministrazione, del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori non legati alla società da rapporti di lavoro subordinato, o di componenti del consiglio di amministrazione o del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori di altre società controllanti o controllate (art. 114-bis) né le relative sanzioni ex art. 193-bis, comma 1, TUF. Per effetto di tale modifica viene meno la competenza obbligatoria dell'assemblea dei soci dal che consegue che, ad, esempio, i piani di incentivazione a favore di dipendenti o di collaboratori potranno essere approvati dall'organo amministrativo nel caso in cui l'emittente abbia in portafoglio

(4) L'emittente potrà utilizzare per verificare la sussistenza delle condizioni previste dall'art. 2325-ter, cod. civ., tramite le risultanze del libro dei soci, l'identificazione dei soci, il pagamento di dividendi o cedole e dalle comunicazioni ricevute e di ogni informazione a loro disposizione.



azioni proprie destinate a tale scopo.

Sono, altresì, abrogati dall'art. 3 del DDL Capitali, per gli emittenti diffusi, i limiti al cumulo degli incarichi dei componenti dell'organo di controllo e gli obblighi di comunicazione alla CONSOB e al pubblico di tali incarichi oggi previsti dall'art. 148-bis, TUF, commi 1 e 2; nonché gli obblighi informativi circa i rapporti con società estere non garantiscono la trasparenza societaria<sup>(5)</sup> di cui agli artt. 165-ter, ss., con disapplicazione delle relative sanzioni di cui all'art. 193-bis, comma 1, TUF.

Un ulteriore passaggio di rilievo riguarda l'abrogazione della lettera (a) dell'articolo 19-bis, comma 1, D. Lgs. 39/2010, che includeva tra gli enti sottoposti a regime intermedio gli emittenti diffusi, con la conseguenza che un emittente MTF, qualora diventi diffuso, non vedrà cambiare il quadro normativo relativo al rapporto con la società di revisione che importa, *inter alia*, l'allungamento a nove anni dell'incarico di revisione<sup>(6)</sup>.

Gli emittenti diffusi vengono, inoltre, esclusi dall'applicazione dalle norme relative alle operazioni con parti correlate (art. 2391-bis, cod. civ.), che rappresenta un chiaro caso di *gold plating*, tenuto conto che la direttiva 2007/36/CE, da cui derivano le disposizioni domestiche in tema di operazioni con parti correlate, si applica unicamente alle società quotate sui mercati regolamentati.

Quanto alla disciplina in tema di offerta pubblica di acquisto il DDL Capitali si limita a un intervento di coordinamento normativo, rispetto al termine di approvazione del documento di offerta ai sensi dell'art. 102, comma 4, TUF, sostituendo nel testo gli emittenti diffusi con gli emittenti MTF. Qui l'auspicio, come già previsto in alcuni emendamenti emersi nei lavori della Commissione, è che il termine per l'approvazione del documento venga ridotto a 15 giorni (rispetto agli attuali 30) per gli emittenti MTF così da parificarlo a quello applicabile agli emittenti negoziati sul mercato regolamentato.

La categoria degli emittenti diffusi necessita di un ulteriore intervento decisivo, come è emerso in

(5) V. modifiche artt. 114-bis, 118, 148-bis, 165-ter, 165-quater, 165-quinquies, 165-sexies, TUF. È, inoltre, eliminata una parte della sanzione amministrativa di cui all'art. 191-ter, comma 6, TUF.

(6) Ai sensi dell'art 19-ter del D. Lgs. 39/2010, il regime intermedio prevede una serie di norme rafforzate anche rispetto all'indipendenza e i compensi.

sede di audizione in Commissione e in diversi emendamenti poi ritirati<sup>(7)</sup>, che escluda da tale categoria gli emittenti MTF a cui va applicata la medesima disciplina degli emittenti quotati sul mercato regolamentato con alcune eccezioni (v. artt. 2368, comma 2 e 2369, comma 1, cod. civ., in tema di quorum per l'assemblea straordinaria; 2437, comma 4, cod. civ., in tema di ulteriori cause di recesso; 838 cod. proc. civ. sull'arbitrato societario) ed estensioni (artt. 2497-quater, comma 1, lett. (c), cod. civ., in tema di recesso per fine e inizio attività di direzione e coordinamento e 2435, comma 2, circa il deposito annuale del libro soci; 103, comma 4, TUF, al fine di ridurre i termini di approvazione del documento di offerta in caso di OPA da parte di CONSOB).

Infine, va segnalata una modifica di difficile comprensione e che forse necessita di un correttivo. Nell'art. 4 del DDL capitali si precisa che nel caso previsto dall'articolo 2409-bis, comma 2, cod. civ., si applica alla società di revisione l'articolo 155, comma 2, TUF, ma l'art. 2409-bis, comma 2, cod. civ. concerne la possibilità che lo statuto delle società che non siano tenute alla redazione del bilancio consolidato di prevedere che la revisione legale dei conti sia esercitata dal collegio sindacale.

#### **Patti parasociali e azioni proprie**

Sono estesi agli emittenti MTF gli obblighi pubblicitari in tema di patti parasociali (art. 2341-ter, cod. civ., che fa obbligo di comunicarli alla società e di dichiararli in apertura di assemblea, con trascrizione nel verbale), nonché il limite all'acquisto azioni proprie previsto dall'art. 2357, comma 3, cod. civ., per le società quotate sul mercato regolamentato (massimo 20% del capitale).

#### **Estensione agli emittenti MTF della facoltà di redigere il bilancio consolidato IFRS**

Con la modifica del D. Lgs. 38/2005 viene offerta la possibilità agli emittenti MTF di redigere il bilancio consolidato secondo i principi IFRS a prescindere dalla loro dimensione. Purtroppo, tale facoltà non pare estesa alla redazione del bilancio di esercizio in quanto l'articolo 4, comma 4, D. Lgs. 28 febbraio 2005, n. 38, non è stato modificato in tal senso<sup>(8)</sup> e un intervento correttivo pare necessario.

(7) V. ad esempio l'emendamento 4.2, presentato in sede di Commissione dai senatori Borghesi e Garavaglia.

(8) A tal fine dovrebbe essere introdotta nell'art. 4, comma 4, prima della lettera e) la seguente precisazione: «a-bis».

**Abrogazione obbligo di segnalazione delle operazioni effettuate dagli azionisti di controllo**

Il DDL Capitali elimina l'art. 114, comma 7, TUF, che prevede l'obbligo per i soci che detengono azioni almeno il 10% del capitale, nonché per chi controlla l'emittente e per le persone strettamente legate a tali soggetti, di comunicare alla Consob e al pubblico le operazioni effettuate aventi ad oggetto azioni dall'emittente o altri strumenti finanziari a esse collegati. Anche in questo caso si tratta dell'eliminazione di una ipotesi di *gold plating* rispetto alla disciplina UE in tema di abusi di mercato.

**Assemblee e rappresentante designato**

Uno dei pochi emendamenti accolti dalla Commissione Finanze riguarda l'estensione agli emittenti MTF (art. 135-*undecies*.1, TUF), previa modifica dello statuto, della facoltà di disporre che l'intervento e l'esercizio del diritto di voto in assemblea avvenga unicamente tramite rappresentante designato a cui potranno essere conferite anche deleghe o sub-deleghe ex art. 135-*novies*, TUF.

Va segnalata anche la proroga delle disposizioni emergenziali di cui all'articolo 106, comma 7, del decreto-legge 17 marzo 2020, n. 18, sino al 31 dicembre 2024 (assemblea con la partecipazione del solo rappresentante designato ed esclusivamente in tele/video conferenza).

**Potenziamento voto plurimo**

L'art. 13 modifica l'articolo 2351, comma 4, cod. civ., prevedendo l'incremento da 3 a 10 del numero di voti da assegnare a ciascuna azione a voto plurimo. Gli emittenti MTF, prima o dopo la quotazione potranno, quindi, optare per l'adozione di azioni a voto plurimo o a voto maggiorato sino a 10 voti. Nel caso di emissione di azioni a voto multiplo o maggiorato troverà applicazione il diritto di recesso, che consente alla maggioranza di modificare le regole organizzative offrendo alla minoranza dissenziente un diritto di *exit*, senza poter impedire la modificazione voluta dalla maggioranza.

**Emissioni obbligazionarie**

Le novità che riguardano le emissioni di debito si applicano a tutte le società, ivi inclusi gli emittenti MTF. La prima concerne il computo del capitale di cui all'art. 2412, comma 1, cod. civ., che potrà essere effettuato sulla base dell'ultima delle iscrizioni di cui all'art. 2444, comma 1, cod. civ., il che eviterà agli

emittenti di dover predisporre un bilancio straordinario nel corso dell'esercizio per tenere conto degli aumenti di capitale eseguiti dopo la data di chiusura dell'ultimo bilancio.

È, inoltre, previsto che i limiti previsti dall'art. 2412, commi 1 e 2, cod. civ., possano essere superati se le obbligazioni sono sottoscritte, anche in sede di rivendita, esclusivamente da investitori professionali qualora tale previsione risulti tra le condizioni dell'emissione.

Quanto alle s.r.l. (art. 2483, cod. civ.) la novella dispone che i titoli di debito possono essere sottoscritti da investitori professionali (e non solo investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale) qualora tale previsione risulti tra le condizioni dell'emissione, senza facoltà di modifica. Viene, pertanto, allargata la platea dei soggetti che potranno sottoscrivere titoli di debito emessi da società a responsabilità limitata,

**Dematerializzazione delle quote di S.r.l. PMI**

Viene aperta la possibilità alle S.r.l. di avvalersi di una ulteriore modalità di trasferimento delle quote. L'articolo 3 prevede, infatti, la dematerializzazione su base volontaria, delle quote di S.r.l. PMI, che potranno essere messe in forma scritturale e standardizzata. Le quote dematerializzate potranno anche essere negoziate su MTF destinati, ad esempio, ad agevolare lo scambio di quote di emittenti che hanno fatto ricorso al *crowdfunding*.

Il DDL Capitali non è che il primo passo verso la necessaria modernizzazione organica del diritto dei mercati finanziari, soprattutto per le PMI, e la delega legislativa inclusa nel DDL appare certamente lo strumento migliore per semplificare, con l'ausilio dei partecipanti al mercato, l'impianto normativo a 25 anni dall'adozione del TUF e a 20 anni dalla novella del codice civile.

**DB** non solo  
diritto  
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

---

