www.anselmiassociati.com info@anselmiassociati.com e-mail certificata: anselmiassociati@pec.it

Avv. Daniela Anselmi Avv. Giulio Bertone Avv. Daniela Adamo Avv. Sarah Garabello Avv. Alessio Anselmi Avv. Caterina Vaccaro Avv. Andrea Macchiavello Dott.ssa Chiara De Martino

Genova 16 novembre 2016

Seminario

Utilitalia – ASSTRA – Confervizi Piemonte 21 novembre 2016

Il TESTO UNICO SU SOCIETA' PARTECIPATE: OPPORTUNITA' E SFIDE

Le società quotate, le loro partecipate ed i mercati regolamentati: problemi interpretativi ed applicativi

1) Le nuove disposizioni introdotte dal Testo Unico sulle quotate e sulle loro partecipate.

L'oggetto del presente intervento riguarda le norme contenute nel Testo Unico sulle società partecipate (D.lgs. 19 agosto 2016 n. 175 che, dopo un travagliato iter, è giunto alla pubblicazione nella G.U. dell'8 settembre 2016) che concernono gli operatori economici quotati su mercati



regolamentati o che più in generale hanno emesso strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati

La disamina del tema oggetto del presente intervento prende le mosse da due norme fondamentali contenute nel Testo Unico sulle Società Partecipate.

Anzitutto l'art. 1, comma 5°, che così recita: "Le disposizioni del presente decreto si applicano, solo se espressamente previsto, alle società quotate, come definite dall'articolo 2, comma 1, lettera p)".

Questa norma, pertanto, stabilisce che con riferimento alle società quotate (come definite nel successivo articolo 2, come subito vedremo) le disposizioni del T.U. si applicano solo ove espressamente previsto, e dunque ove non vi sia una espressa previsione di applicabilità, il T.U. non trova applicazione con riferimento a tali soggetti.

Rientrano in tale categoria di "società quotate" ai sensi dell'art. 2, co. 1, lett. p):

- le società a partecipazione pubblica che emettono azioni quotate in mercati regolamentati;
- le società che hanno emesso, alla data del 31 dicembre 2015, strumenti finanziari, diversi dalle azioni, quotati in mercati regolamentati;
- le società partecipate dalle une o dalle altre, salvo che le stesse siano anche controllate o partecipate da amministrazioni pubbliche.



Come viene chiaramente evidenziato nella Relazione di accompagnamento al Testo Unico: "il testo non si applica alle società quotate, come definite nel testo stesso".

Occorre brevemente soffermarsi sulla previsione del terzo allinea sopra riportato ("le società partecipate dalle une o dalle altre, salvo che le stesse siano anche controllate o partecipate da amministrazioni pubbliche"), e sul relativo iter approvativo, posto che tale norma appare certamente molto rilevante e di non agevole interpretazione.

Difatti il Consiglio di Stato nel proprio parere, reso dalla Adunanza della Commissione speciale del 16 marzo 2016 sul Testo Unico, aveva esaminato la versione della norma (che poi è in concreto "passata") relativa appunto alle società partecipate dalle quotate.

E il Consiglio di Stato aveva segnalato al Governo l'opportunità di ridefinire, alla luce della *ratio* che giustifica il peculiare regime delle società quotate, l'ambito di applicazione della suddetta esclusione ai soli casi di **controllo diretto** e non anche indiretto da parte di amministrazioni pubbliche, sostituendo l'ultimo inciso con: "salvo che le stesse siano direttamente controllate o partecipate da amministrazioni pubbliche".

La Relazione ha preso posizione su tale rilievo del Consiglio di Stato affermando che la definizione serve a delimitare una eccezione (in quanto il testo non si applica alle società quotate, come definite nel testo stesso), e di conseguenza le società che non rientrano nella definizione di società quotate non sono automaticamente soggette all'intera disciplina del testo unico ma rientrano nelle regole generali del testo unico stesso.



Alla luce di tali considerazioni, la Relazione di Accompagnamento ha statuito, nel commentare la norma che, come visto, non ha recepito il rilievo del Consiglio di Stato, che il terzo allinea deve interpretarsi nel modo seguente:

- "- le società controllate (direttamente o indirettamente) da amministrazioni pubbliche, in cui le società quotate abbiano una partecipazione (ovviamente non di controllo), saranno soggette al testo unico, in quanto società a controllo pubblico;
- le società meramente partecipate da amministrazioni pubbliche, in cui le società quotate abbiano una partecipazione di controllo o meno, saranno soggette solo alle poche disposizioni del Testo Unico relative alle società meramente partecipate, che riguardano essenzialmente la gestione della partecipazione da parte dell'Amministrazione pubblica e non il regime giuridico della società (la relazione cita ad esempio l'art. 5 relativo all'acquisizione della partecipazione) ed aggiunge che ciò è necessario per evitare che le amministrazioni pubbliche acquisiscano partecipazioni in società controllate dalle quotate al di fuori delle previsioni del testo unico".

Se il primo allinea sopra riportato della Relazione appare chiaro, invero il secondo allinea contiene delle espressioni che possono ingenerare una qualche confusione (in particolare il passaggio ove si fa riferimento a "in cui le società quotate abbiano una partecipazione di controllo o meno"). In realtà la disposizione in esame sembra voler dire che nell'ipotesi in cui pur essendovi una partecipazione di controllo da parte di una società



quotata vi sia <u>anche</u> una partecipazione di una Pubblica Amministrazione, la società non potrà ritenersi sottratta dall'applicazione del testo unico al pari delle quotate ma sarà altresi soggetta, come dice la relazione, alle disposizioni del testo unico relative alle alle società meramente partecipate, che riguardano essenzialmente la gestione della partecipazione da parte dell'amministrazione pubblica e non il regime giuridico della società (per esempio l'art. 5 relativo all'acquisizione della partecipazione)

La relazione, come detto, cita a titolo esemplificativo l'art. 5, ma sarebbe stato opportuno che indicasse quali altre norme del decreto si applicano a questa tipologia di società.

Lo stesso art. 5 richiama infatti anche l'art. 4 e cioè la norma che disciplina le finalità perseguibili mediante l'acquisizione e la gestione di partecipazioni pubbliche e che stabilisce i relativi limiti di acquisizione e mantenimento delle partecipazioni.

Questa disposizione, al 1° comma, prevede che: "Le amministrazioni pubbliche non possono, direttamente o indirettamente, costituire società aventi per oggetto attività di produzione di beni e servizi non strettamente necessarie per il perseguimento delle proprie finalità istituzionali, nè acquisire o mantenere partecipazioni, anche di minoranza, in tali società", proseguendo, al 2° comma, nell'indicazione delle aree di attività di società in ordine alle quali è possibile acquisire o mantenere le partecipazioni.



Dunque, considerato che tale disposizione fa riferimento anche al caso delle partecipazioni di minoranza delle Amministrazioni pubbliche, si deve ritenere che anch'essa trova applicazione, con la conseguenza che la partecipazione in una società controllata da una quotata potrebbe essere acquisita o mantenuta solo se rientra nelle finalità della disposizione.

Peraltro si tenga conto che la disposizione, ora commentata, di cui all'art. 4, per espressa statuizione contenuta all'art. 26 comma 2° non si applica alla nutrita serie di società elencate all'Allegato A del Testo Unico (per le quali dunque non valgono i divieti e i correlati obblighi di dismissione previsti dall'art. 4) nonché alle società aventi come oggetto sociale esclusivo la gestione di fondi europei per conto dello Stato o delle regioni. Ovviamente questa non è la sede per affrontare in maniera dettagliata la questione, ma la previsione contenuta nell'art. 2, comma 1, lett.p, laddove esclude dal regime delle società quotate quelle controllate dalle quotate stesse allorquando vi sia una partecipazione diretta o indiretta di un'amministrazione pubblica, può essere fonte di problemi applicativi di una certa rilevanza.

In primo luogo sarebbe stato comunque preferibile circoscrivere la partecipazione della Pubblica Amministrazione solo alle ipotesi di partecipazione diretta, così come suggerito dal Consiglio di Stato.

In secondo luogo sarebbe stato opportuno riportare nella relazione illustrativa quanto previsto in una precedente versione della relazione stessa (è importante sottolineare che il testo della norma in esame è



rimasto immutato nelle varie versioni via via succedutesi nel tempo) a proposito delle società controllate dalle quotate.

In tale versione precedente, la relazione recitava quanto segue: "Alle società quotate (come definite nell'articolo 2) e alle loro partecipate si applicano solo alcune disposizioni, inerenti alla condotta dell'azionista pubblico piuttosto che all'organizzazione o all'attività della società partecipata. Ovviamente, ove le società partecipate da società quotate siano altresì partecipate da amministrazioni pubbliche, il decreto si applicherà in virtù di questa partecipazione e nei limiti inerenti alla natura – di controllo o meno – di questa partecipazione. Di conseguenza, ove le società in questione siano controllate da una società quotata e, quindi, non siano controllate da una pubblica amministrazione – esse saranno soggette allo stesso regime delle società quotate stesse, in quanto a esse si applicheranno solo alcune disposizioni inerenti alla condotta dell'amministrazione azionista".

Questo dovrebbe essere il senso della norma, posto che l'attuale relazione comunque evidenzia che il regime giuridico delle società controllate dalle quotate non muta per effetto dell'applicazione di talune disposizioni del decreto (come l'art. 5) inerenti il socio azionista pubblico.

In sintesi le società controllate dalle quotate sono anch'esse soggette al pari delle quotate alle sole norme contenute nel decreto che fanno espresso riferimento alle quotate stesse, con la particolarità che esse sono altresì soggette ad alcune norme che riguardano il solo socio azionista pubblico.



D'altra parte vi è sempre stata un'equiparazione tra società quotate e società controllate dalle quotate, così come previsto dall'art. 34, comma 22, del D.L. n. 179/2012 e dall'art. 7, comma 6, del testo unico sui servizi pubblici locali attualmente in itinere.

Vi sarebbe, pertanto, un'evidente disparità di trattamento se si prevedesse una disciplina diversa tra società quotate e società controllate dalle quotate.

Tornando alla norma cardine, come si è l'art. 1 stabilisce che le disposizioni del Testo Unico trovano applicazione alle società quotate "solo se espressamente previsto".

Può essere utile tracciare una sommaria ricognizione delle disposizioni in cui figura questo espressa previsione di rimando.

In realtà l'unica disposizione contenente una previsione in tal senso è l'art. 9, sulla gestione delle partecipazioni pubbliche.

Vi sono, poi, altre norme che però riguardano i soggetti pubblici che detengono partecipazioni in società quotate, quali l'art. 14, comma 5 (in senso escludente); l'art. 18 (per le future quotate).

Da ciò sembrerebbe discendere che le società di cui art. 2 comma 1 lett. p) sono praticamente fuori da tutti i più importanti limiti previsti dal Testo Partecipate, quali ad esempio finalità perseguibili (art. 4), organi amministrativi e di controllo, la responsabilità degli enti partecipanti (artt. 11-12), controllo (art. 13), crisi d'impresa (art. 14), società mista pubblico privata (art. 17), gestione del personale (art. 19), razionalizzazione periodica e straordinaria (artt. 20 e 24).



Particolarmente rilevanti sono poi le disposizioni contenute nel Testo Unico relative al regime transitorio, che regolamenta le ipotesi delle Società, non ancora quotate alla data di entrata in vigore del Testo Unico, che intendono procedere alla quotazione (di proprie azioni o procedere all'emissione di strumenti finanziari diversi dalle azioni) su mercati regolamentati in futuro.

La norma più rilevante, recante disposizioni transitorie, è costituita dall'art. 26 che regolamenta, ai commi 4° e 5°, i casi delle società che intendono quotarsi ed hanno avviato la relativa procedura, distinguendo varie ipotesi, a seconda del tipo di strumento finanziario.

Secondo la relazione di accompagnamento queste disposizioni sono volte ad agevolare la quotazione di società che abbiano già avviato il relativo percorso e, successivamente alla domanda di ammissione, fino alla conclusione del relativo procedimento.

Anzitutto il comma 4° prevede che: "Nei dodici mesi successivi alla sua entrata in vigore, il presente decreto non si applica alle società in partecipazione pubblica che abbiano deliberato la quotazione delle proprie azioni in mercati regolamentati con provvedimento comunicato alla Corte dei conti.

Ove entro il suddetto termine la società interessata abbia presentato domanda di ammissione alla quotazione, il presente decreto continua a non applicarsi alla stessa società fino alla conclusione del procedimento di quotazione".



Dunque la norma stabilisce che quando una società partecipata delibera di quotare le proprie azioni in mercati regolamentati (con provvedimento che deve essere comunicato alla Corte dei Conti), allora il Testo Unico non trova applicazione nei loro confronti per dodici mesi successivi all'entrata in vigore.

La norma aggiunge che ove entro tale termine (cioè i 12 mesi) la società proceda con la presentazione della domanda di ammissione alla quotazione, allora il decreto continuerà a non essere applicato, fino alla conclusione del procedimento.

E' evidente che la norma non brilla in chiarezza: il senso è che se la società ha proceduto a presentare la domanda di quotazione allora fino alla conclusione del procedimento (e per tutto il tempo necessario e quindi anche oltre i 12 mesi) il TU non si applica. E' poi ovvio che se il procedimento di quotazione si conclude in senso positivo il TU allora continuerà a non applicarsi, e difatti come ricorda la relazione di accompagnamento, nel commento specifico all'art. 26, solo se il procedimento si conclude negativamente allora il decreto sarà applicabile. Il successivo comma 5° distingue l'ipotesi delle società che hanno emesso strumenti finanziari diversi dalle azioni, e prevede: "Nei dodici mesi successivi alla sua entrata in vigore, il presente decreto non si applica alle società in partecipazione pubblica che, entro la data del 30 giugno 2016, abbiano adottato atti volti all'emissione di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, quotati in mercati regolamentati. I suddetti atti sono comunicati alla Corte dei conti entro sessanta giorni dalla data di entrata



in vigore del presente decreto. Ove entro il suddetto termine di dodici mesi il procedimento di quotazione si sia concluso, il presente decreto continua a non applicarsi alla stessa società. Sono comunque fatti salvi, anche in deroga all'articolo 7, gli effetti degli atti volti all'emissione di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, quotati in mercati regolamentati, adottati prima della data di entrata in vigore del presente decreto".

Dunque questa norma transitoria -che a differenza di quella di cui al precedente comma 4º riguarda non le azioni bensì strumenti finanziari differenti pur sempre quotati in mercati regolamentati (ad esempio obbligazioni)- prevede un regime differente, posto che presuppone che la società abbia proceduto ad assumere atti volti alla emissione di tali strumenti finanziari entro la data del 30 giugno 2016, e presuppone che tali atti siano comunicati alla Corte dei Conti entro 60 giorni dall'entrata in vigore del TU.

Poi la norma prosegue stabilendo che ove nel termine dei 12 mesi dall'entrata in vigore del TU il procedimento di quotazione si è concluso, allora il decreto continua a non applicarsi.

Questa norma parrebbe stabilire, a differenza del comma precedente, che il procedimento di quotazione in questo caso debba concludersi entro i 12 mesi, altrimenti (e cioè ove si concluda dopo) il TU si applicherà.

Nella relazione di accompagnamento viene spiegato che il regime in esame è stato introdotto in accoglimento delle condizioni specifiche sul punto poste dalla Commissione V Bilancio della Camera. Difatti nel proprio parere reso in data 29 giugno 2016 la V Commissione Bilancio,



tesoro e programmazione aveva espresso parere favorevole al Testo Unico, sul punto, alla seguente condizione: "4) sia riformulata la disposizione di cui all'articolo 2, comma 1, lettera o), o quella transitoria di cui all'articolo 27, comma 4, al fine di includervi le società che abbiano avviato processi di emissione di strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati, diversi dalle azioni, alla data del 30 giugno 2016 e di fare salvi gli atti volti alla quotazione o all'emissione dei suddetti strumenti, già posti in essere alla data di entrata in vigore del decreto, anche in deroga alle disposizioni di cui all'articolo 7".

Un'altra norma a valenza transitoria è quella contenuta nell'art. 8 che riguarda l'acquisto da parte di Pubbliche amministrazioni di azioni in società già costituite.

I primi due commi disciplinano il procedimento da seguire (richiamando l'art. 7 e cioè in particolare la previsione che contempla l'adozione di una delibera consiliare ove si tratti di comuni, che a sua volta richiama l'art. 5 relativo all'onere di motivazione analitica dell'atto deliberativo).

Il terzo comma statuisce che queste disposizioni si applicano anche all'acquisto da parte delle Pubbliche amministrazioni di partecipazioni in società quotate, precisando però "unicamente nel caso che l'operazione comporti l'acquisto della qualità di socio".

La relazione di accompagnamento nel commentare quest'ultima previsione osserva che conseguentemente sono soggette alla disciplina in esame le operazioni che comportino per la prima volta l'acquisto di partecipazioni di pubbliche amministrazioni in società quotate, mentre ne



rimarrebbero escluse eventuali successive operazioni (quali la sottoscrizione di aumenti di capitale).

2) La definizione di mercati regolamentati e mercati ad essi equiparati.

Le disposizioni che si sono sopra commentate ci portano ad esaminare la questione centrale oggetto del presente intervento.

In primo luogo va evidenziato il fatto che il legislatore parla di "mercati regolamentati" e non di "mercato regolamentato". L'uso del plurale unito al fatto che il legislatore non fornisce comunque una nozione né fa riferimento a norme specifiche in ordine al concetto di mercati regolamentati, fa comunque propendere per un'interpretazione che non può essere riferita a ciò che comunemente si intende per "mercato regolamentato".

Ai fini dell'esatto inquadramento delle norme in questione occorre prendere in esame i vari indici che consentono di inquadrare la predetta definizione normativa di "mercati regolamentati".

A livello generale definitorio la Borsa Italiana in linea generale inquadra nei mercati regolamentati secondo la disciplina comunitaria quelli che possiedono i seguenti requisiti:

1. regolarità di funzionamento: gli scambi hanno luogo secondo modalità predefinite, sia per quanto riguarda i meccanismi di fissazione del prezzo, sia per quanto riguarda il pagamento e/o il trasferimento del bene oggetto dello scambio;



- 2. approvazione da parte dell'autorità di vigilanza delle regole relative alle condizioni di accesso e alle modalità di funzionamento;
- 3. rispetto degli obblighi di trasparenza.

A livello interno una importante disposizione fondamentale è costituita dall'art. 67 ("Riconoscimento dei mercati") del Testo Unico sulla Finanza (D.lgs. n. 58/1998).

Essa al primo comma stabilisce che: "La CONSOB iscrive in un'apposita sezione dell'elenco previsto dall'articolo 63, comma 2, i mercati regolamentati riconosciuti ai sensi dell'ordinamento comunitario".

Al 2° comma prosegue disponendo: "La CONSOB, previa stipula di accordi con le corrispondenti autorità, può riconoscere mercati esteri di strumenti finanziari, diversi da quelli inseriti nella sezione prevista dal comma 1, al fine di estenderne l'operatività sul territorio della Repubblica".

Dunque viene conferita una rilevante importanza alle determinazioni della Consob in ordine alla ricomprensione in appositi elenchi, relativi ai mercati regolamentati italiani ed esteri (che è tenuto dalla Consob nella Sezione "Albi ed elenchi" del Bollettino della Consob, istituito in formato elettronico con delibera Consob n. 15695 del 20 dicembre 2006).

In esso si rinviene, anzitutto, l'elenco dei mercati regolamentati italiani (che si riporta): Mercato Telematico Azionario ("MTA"); Mercato telematico degli ETF, degli OICR aperti e degli strumenti finanziari derivati cartolarizzati ("ETFplus"); Mercato telematico delle obbligazioni ("MOT"); Mercato telematico dei securitised derivatives ("SeDeX");



Mercato telematico degli investment vehicles ("MIV"); Mercato degli strumenti derivati ("IDEM") per la negoziazione degli strumenti finanziari previsti dall'art. 1, comma 2, lettere f) e i), del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58; MTS Italia; Bond Vision Italia; MTS Corporate".

Parimenti la Consob ha pubblicato l'elenco in cui sono riportati anche i mercati esteri ai sensi del secondo comma dell'art. 67 (ad es. per la svizzera SIX Swiss Exchange (delibera Consob n. 12648 del 4 luglio 2000); per il mercato statunitense: 1. CBOT (delibera Consob n. 14648 del 15 luglio 2004); 2. CME-Globex (delibera Consob n. 14756 del 20 ottobre 2004); 3. NYSE Liffe (delibera Consob n. 16920 del 16 giugno 2009); 4. ICE Futures U.S. (delibera Consob n. 18514 del 3 aprile 2013). 5. NYMEX (delibera Consob n. 19104 del 21 gennaio 2015);6. COMEX (delibera Consob n. 19105 del 21 gennaio 2015).

Negli elenchi pubblicati dalla Consob figura poi anche l'elenco dei "Sistemi Multilaterali di Negoziazione - MTF" (quali ad esempio: - e-MIDER; - emid Repo; - EuroTLX; - Hi-mtf; - Hi-mtf Order Driven; - Bond Vision Italia MTF).

In ordine a tale ultima categoria si riscontra una definizione da parte della Borsa Italiana, secondo cui i "Sistemi Multilaterali di Negoziazione" (Multilateral Trading Facilities) sono circuiti di negoziazione, gestiti da soggetti privati che permettono l'acquisto e la vendita, mediante l'incontro di interessi di negoziazione provenienti da una pluralità di soggetti, in base a regole non discrezionali, di strumenti finanziari già quotati presso una o più borse nazionali.



Sempre la Borsa Italiana aggiunge che analogamente ai mercati organizzati, i MTF svolgono funzioni di organizzazione degli scambi, ma contrariamente a questi ultimi non possono decretare l'ammissione alle negoziazioni dei titoli oggetto di scambio e sono soggetti a regole e procedure di autorizzazione all'operatività in parte diverse da quelle previste per i mercati organizzati.

A contrario una qualificazione dei mercati equiparati a quelli regolamentati, può trarsi dalla definizione operata da Borsa italiana di "mercato non regolamentato" e in una serie di parametri che sono sono stati da essa tracciati.

Il Mercato non regolamentato viene definito quale luogo, fisico o virtuale, in cui gli operatori si incontrano al fine di collocare, scambiare o rimborsare valori mobiliari, contraddistinti da una assenza di regolamentazione

In linea generale i confini non appaiono particolarmente chiari, e si afferma che i mercati non regolamentati hanno un grado di trasparenza e di liquidità generalmente <u>inferiore</u> a quello dei mercati regolamentati.

La Dottrina (cfr. M. Fratini – G. Gasparri, Il Testo Unico della Finanza, p. 436) ha approcciato il tema con un minore rigore formalistico, e commentando l'art. 67 del TUF, ha individuato i mercati che, in conformità all'ordinamento italiano, possono considerarsi regolamentati fornendone la seguente definizione: "Sistema multilaterale che consente o facilita 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, ammessi alla negoziazione conformemente alle regole del mercato stesso, in modo da dare luogo a contratti, e che è gestito da una società di gestione, è autorizzato e funziona regolarmente".

Come si può dunque constatare alla luce delle considerazioni che precedono non esiste una chiara definizione di "mercato equiparato" a mercato regolamentato.

La difficoltà dell'interprete, dunque, è, alla luce della previsione normativa, riportata inizialmente, del TU sulle partecipate (che espressamente parla soltanto di "mercati regolamentati"), di verificare ed inquadrare in quali casi si possa parlare di mercato equiparato a quelli regolamentati, per valutare se in tali casi si possono applicare le norme in questione.

3) Un caso pratico esaminato.

Nella pratica che si è avuto modo di affrontare e seguire, sotto tale profilo, assume rilievo il caso dei cosiddetti HydroBond, relativi al segmento di mercato EXTRA MOT PRO.

Brevemente l'operazione che si è esaminata, e che può essere utile riportare nella disamina oggetto del presente intervento, riguardava una società consortile costituita fra i gestori pubblici del servizio idrico integrato (in specifico società in house), nato con l'obiettivo di creare sinergie per gestire in comune alcune fasi delle rispettive imprese, l'ottimizzazione e la riduzione dei costi di gestione, il miglioramento del servizio erogato e la riduzione dei costi per gli utenti delle aziende socie.



L'operazione finanziaria posta in essere ha avuto la finalità di reperire risorse finanziarie necessarie per realizzare i piani di investimento delle aziende socie del Consorzio (struttura che ha consentito di raggiungere dimensioni finanziarie tali da consentire di attrarre l'interesse di investitori istituzionali, come la Banca Europea degli Investimenti).

Dunque si era trattato di operazioni finanziarie, correlate all'emissione di titoli obbligazionari (minibond), strettamente strumentali alle attività gestionali dei singoli gestori in house consorziati.

Alla luce delle caratteristiche di tale operazione, si è pertanto posta subito la questione giuridica relativa alla ricomprensibilità della stessa nella previsione normativa che prevede, come visto, che sono società quotate "le società a partecipazione pubblica che emettono azioni quotate in mercati regolamentati; le società che hanno emesso, alla data del 31 dicembre 2015, strumenti finanziari, diversi dalle azioni, quotati in mercati regolamentati" (nel caso in questione l'operazione riguardava come detto obbligazioni, ed era avvenuta in data antecedente al 31 dicembre 2015).

Più in specifico si è trattato di obbligazioni quotate nel segmento extramot PRO della Borsa Italiana S.p.A.

Le difficoltà dell'interprete, dunque, iniziavano proprio dalla qualificazione di tale segmento della Borsa, e cioè il verificare se si poteva rientrare nella definizione normativa di "mercato regolamentato" tracciata dal nuovo Testo Unico in itinere sulle partecipate che come visto in esordio all'art. 2 prevede la categoria (nell'alveo delle "società"



quotate" ex art. 1) delle: "società che hanno emesso, alla data del 31 dicembre 2015, strumenti finanziari, diversi dalle azioni, quotati in mercati regolamentati".

Dunque per poter verificare se l'operazione in questione poteva rientrare nella previsione di esclusione di cui al combinato disposto degli artt. 1 e 2 del Testo Unico sopra riportati, occorreva verificare se lo specifico strumento finanziario oggetto dell'operazione posta in essere, e cioè l'emissione delle obbligazioni Hydrobond sul segmento di Borsa denominato "Extra Mot Pro", potesse qualificarsi quale emissione su un "mercato regolamentato", ai fini dell'applicazione della sopra citata norma.

Per affrontare tale tematica occorreva dunque esaminare le caratteristiche del segmento di borsa su cui è stata emessa l'obbligazione e cioè il segmento Extra Mot Pro.

A livello di Borsa Italiana figura, anzitutto, una apposita sezione dedicata al sistema Extra Mot Pro, definito quale "mercato per i nuovi strumenti di debito delle PMI italiane".

Si tratta, secondo quanto viene definito in tale sezione della Borsa Italiana, di un nuovo segmento professionale del mercato ExtraMot (appunto extra mot PRO) dedicato alla quotazione delle obbligazioni (tra cui le convertibili, le cui azioni derivanti dalla conversione sono negoziate in un mercato regolamentato).

Orbene in tale sezione della Borsa Italiana il segmento Extra Mot PRO viene espressamente qualificato nel seguente modo: "è un mercato



regolamentato da Borsa Italiana riconosciuto dall'ESMA, Autorità Europea degli strumenti finanziari e dei mercati, gestito da un team di professionisti italiani che consente alle PMI di beneficiare dei vantaggi fiscali del nuovo quadro normativo con costi bassi e competitivi".

In un estratto di SoloFinanza (del 2 settembre 2013) Extra Mot è definito quale sistema multilaterale di negoziazione di obbligazioni corporate emesse da aziende italiane e straniere già quotate su altri mercati regolamentati dell'UE, e in specifico viene precisato che Extra Mot è un sistema che garantisce la "trasparenza ed efficienza nel meccanismo di formazione dei prezzi" (e questa viene sottolineata con la differenza principale rispetto ai mercati non regolamentati).

Inoltre si osserva che: "Sono ammesse alla negoziazione nell'Extra Mot obbligazioni e altri titoli di debito già ammessi da un altro mercato regolamentato europeo".

Anche sotto il profilo dell'attività di vigilanza e controllo si assiste ad una equiparazione: difatti, sempre nel sito ufficiale della Borsa Italiana, alla voce mercato Extra Mot, si riscontra che "La vigilanza del mercato è effettuata secondo le regole e le procedure in essere per i Mercati Regolamentati di Borsa Italiana".

Altri indici importanti si rinvengono nel "Regolamento del mercato Extra Mot della Borsa Italiana" pubblicato sul sito della Borsa (ultima versione datata 16 gennaio 2016).



Anzitutto viene, tra i principi organizzativi di mercato, stabilito che la Borsa Italiana esercita le proprie funzioni di vigilanza e controllo sulla base delle proprie generali procedure.

Inoltre in esso si prevede che possono essere ammessi al mercato Extra Mot gli strumenti finanziari emessi da Società di Capitali che abbiano pubblicato e depositato i propri bilanci anche consolidati degli ultimi due esercizi annuali, di cui almeno l'ultimo sottoposto a revisione legale ai sensi del D.lgs. n. 39/2010.

Un ulteriore indice dei poteri regolamentativi e di controllo risiedono nella previsione, sempre contenuta nel Regolamento in esame, secondo cui la Borsa può subordinare l'ammissione alla negoziazione a qualsiasi condizione particolare, relativa allo strumento finanziario, che ritenga opportuna, e può esercitare discrezionalità nell'ammettere alla negoziazione gli strumenti finanziari per cui è stata presentata domanda, potendo rifiutare la domanda anche in considerazione delle caratteristiche dell'operazione e delle relative condizioni di liquidità del mercato, dove lo strumento finanziario è negoziato.

Ampi sono anche i poteri della Borsa, contenuti nel Regolamento, in ordine alla sospensione ed alla revoca degli strumenti: in particolare può disporre la sospensione se la regolarità del mercato dello strumento non è temporaneamente garantita o rischia di non esserlo.

Infine sono previsti numerosi poteri in capo alla Borsa in merito al controllo sul rispetto del Regolamento, comprendenti ampie richieste di



chiarimenti e documenti, poteri di convocazione dei rappresentanti degli emittenti, verifiche presso le sedi e poteri istruttori.

Complessivamente, dunque, appare chiaro che gli strumenti finanziari del segmento in esame, presentano tutta una serie di caratteristiche che denotano una sostanziale **equiparazione** con i mercati regolamentati.

Alla luce di quanto sopra si potrebbe svolgere il seguente ordine di considerazioni.

A livello di interpretazione strettamente letterale la disposizione di cui all'art. 2 del Testo Unico fa riferimento esclusivo al concetto di "mercati regolamentati".

Tuttavia il medesimo Testo Unico non fornisce una definizione di mercati regolamentati.

Come si è visto nel nostro ordinamento figurano disposizioni che non chiariscono né definiscono espressamente il concetto di mercato regolamentato, ma si limitano a rimandare a elenchi formati dalla Consob. Tuttavia una interpretazione dell'art. 2 può (e deve) essere fondata anche su canoni non strettamente ed esclusivamente letterali ma anche teleologici e cioè finalizzati a ricercare la *ratio* della norma.

La ratio normativa sottesa alla disposizione di cui all'art. 2 del Testo Unico, è quella di ricomprendere nell'ampio genus delle "società quotate", una serie di realtà societarie che per determinate caratteristiche dell'attività finanziaria da esse esplicata sono state ritenute non assoggettabili indiscriminatamente alla globalità delle norme sulle società



partecipate, imponendo la necessità di una apposita ed espressa previsione del legislatore in tal senso.

Ciò che pare accomunare, nella predetta *ratio* normativa, i vari soggetti contemplati dall'art. 2 (sotto l'ampio *genus* delle "società quotate"), è la circostanza che tali realtà societarie siano **soggette ad una regolamentazione di mercato ed in specifico alle garanzie di controllo degli enti istituzionali sugli strumenti finanziari (quale è ad esempio la Borsa Italiana).**

Pertanto si potrebbe ritenere ricomprensibili in tale *ratio* tutti quei casi in cui l'operatore ha emesso strumenti finanziari su un segmento della borsa che è soggetto ad una analitica ed approfondita **regolamentazione** da parte della Borsa Italiana (come ad esempio nel caso che si sopra visto del segmento Extra Mot Pro).

Peraltro nel caso in esame dopo l'emissione degli Hydrobond sul segmento di Borsa Extra Mot Pro, tali obbligazioni erano state acquistate da parte della società veicolo composta dalle varie società in house e riemesse quali titoli quotati alla borsa di Lussemburgo, e dunque tale circostanza aveva rafforzato in via decisiva il convincimento che la prima emissione era avvenuta su un mercato regolamentato (o, come si è qui spiegato, soggetto a regolamentazione dalla Borsa Italiana e dunque ad esso equiparato).

Ma in tutti gli altri casi in cui si sia in presenza di strumenti finanziari che non siano inseriti negli elenchi della Consob sui mercati regolamentati, è possibile ritenere che l'interprete debba ricercare quali siano le



caratteristiche di quello specifico segmento di mercato ove è collocato lo strumento finanziario, onde individuare se esso presenta caratteristiche di regolamentazione analoghe e tali da potersi qualificare alla stregua dei mercati regolamentati.

In tali ipotesi, in conclusione, si potrebbe ritenere che tali mercati siano equiparabili a quelli regolamentati ai fini dell'applicazione delle sopra riportate norme del Testo Unico.

Una siffatta conclusione, d'altra parte, consente all'operatore pratico di pervenire ad una interpretazione delle norme esaminate che sia sorretta da canoni di ragionevolezza e coerenti con il principio costituzionale di eguaglianza, atteso che una differente impostazione ermeneutica potrebbe determinare una evidente disparità di trattamento tra situazioni sostanzialmente analoghe.

Avv. Daniela Anselmi

Public/per tutti/Relazioni Avv. Anselmi/Seminario 21 novembre 2016 Utilitalia

