



## REGOLAMENTO MERCATI

### CONDIZIONI PER LA QUOTAZIONE DI SOCIETA' CONTROLLANTI SOCIETA' ESTERE EXTRAEUROPEE, DI SOCIETA' CONTROLLATE SOTTOPOSTE ALL'ATTIVITA' DI COORDINAMENTO E DIREZIONE DI ALTRA SOCIETA' E DI SOCIETA' FINANZIARIE (ART. 62, COMMA 3-BIS, DEL TUF)

#### DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

9 marzo 2007

Le osservazioni al presente documento di consultazione dovranno pervenire entro il 26 marzo 2007 al seguente indirizzo:

**C O N S O B**

Divisione Emittenti Via G. B. Martini, n. 3

00198 ROMA

oppure all'indirizzo di posta elettronica: [consob@consob.it](mailto:consob@consob.it)

#### Premessa

L'art. 62, comma 3-bis, lett. a), b) e c), del TUF, come modificato dall'art. 14 della legge n. 262/2005 ("legge sul risparmio"), attribuisce alla Consob il potere di determinare, con proprio regolamento:

- a) i criteri di trasparenza contabile, di adeguatezza della struttura organizzativa e del sistema di controlli interni che le società controllate, costituite e regolate dalla legge di Stati non appartenenti all'Unione Europea, devono rispettare affinché le azioni della società controllante possano essere quotate in un mercato regolamentato italiano;
- b) le condizioni in presenza delle quali non possono essere quotate le azioni di società controllate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di altre società;
- c) i criteri di trasparenza e i limiti per l'ammissione alla quotazione sul mercato mobiliare italiano delle società finanziarie il cui patrimonio è costituito esclusivamente da partecipazioni.

Dalla relazione accompagnatoria alla "legge sul risparmio" la *ratio* del nuovo art. 62, comma 3-bis, lett.a) appare individuata nell'esigenza di prevenire che società estere, residenti in Stati non appartenenti all'Unione Europea, siano utilizzate da società con azioni negoziate in un mercato regolamentato come veicolo di operazioni non trasparenti e potenzialmente lesive degli interessi

degli azionisti, dei creditori e del mercato. Per assicurare una uniforme applicazione delle disposizioni attuative da emanarsi, la presente proposta regolamentare introduce condizioni riferite a società estere controllate sia da società che presentano domanda di ammissione a quotazione delle proprie azioni in un mercato regolamentato italiano sia da emittenti già quotati. Inoltre, al fine di consentire ai soggetti interessati, ove necessario, di adeguarsi con opportuna gradualità alla nuova disciplina, è previsto un regime transitorio.

In tema di direzione e coordinamento di società, il legislatore ha introdotto, in occasione della riforma del diritto societario – realizzata con il d.lgs. n. 6/2003, che, per la prima volta, ha regolato la responsabilità dei gruppi<sup>1</sup> - gli articoli 2497-2497-*septies*, cod. civ..

In estrema sintesi, le disposizioni sopra richiamate prevedono una responsabilità diretta (di natura extra-contrattuale) della società che esercita attività di direzione unitaria nei confronti dei soci e dei creditori sociali delle società soggette alla direzione e coordinamento nel caso in cui la società che esercita detta attività, agendo nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime, arrechi pregiudizio alla redditività e al valore della partecipazione sociale ovvero cagioni, nei confronti dei creditori sociali, una lesione all'integrità del patrimonio della società. Inoltre, tali norme prevedono una responsabilità degli amministratori della società oggetto di direzione unitaria che omettano di adempiere agli obblighi pubblicitari disciplinati dall'art. 2497-*bis*, cod. civ., per i danni che la mancata conoscenza di tali fatti arrechi ai soci o ai terzi.

In questa sede occorre stabilire i criteri in base ai quali un emittente sottoposto a direzione unitaria ed appartenente ad un gruppo possa essere ammesso a quotazione. La proposta regolamentare tiene in proposito conto degli approfondimenti svolti dalla Consob in occasione di alcune recenti istruttorie di ammissione a quotazione. Ove tale categoria di emittenti abbia azioni già negoziate in un mercato regolamentato italiano è stata considerata una procedura di adeguamento ai nuovi requisiti.

Per quanto attiene alle esigenze di tutela del mercato ravvisate dal legislatore nel caso di società finanziarie il cui patrimonio è costituito esclusivamente da partecipazioni, il commento della relazione accompagnatoria alla “legge sul risparmio” tratta il comma 3-*bis*, lett. c), dell'art. 62 unitariamente al comma 2-*bis* della medesima norma che fa riferimento all'istituzione di distinti segmenti di mercato per la quotazione delle società di gestione di partecipazioni (*holdings*) il cui attivo sia prevalentemente composto dalla partecipazione di controllo in società con azioni quotate in mercati regolamentati e comunemente note come “scatole cinesi”. Dal tenore letterale della disposizione di cui al comma 3-*bis*, lett. c) la tipologia di *holding* di partecipazioni ivi presa in considerazione dal legislatore appare tuttavia decisamente più ampia, in quanto suscettibile di ricomprendere anche quelle società il cui oggetto sociale preveda l'investimento in partecipazioni di maggioranza o minoranza di società quotate e non quotate.

---

<sup>1</sup> Secondo la dottrina prevalente (cfr. Galgano in Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia - Il nuovo diritto societario, pagg. 163 e segg., CEDAM, 2003) - un gruppo di società è costituito da una pluralità di società che operano sotto la direzione unitaria di una società capo-gruppo o *holding*. La c.d. *holding* è quell'entità che, in forza della propria partecipazione di controllo, sia essa di diritto o di fatto, ovvero in virtù di particolari vincoli contrattuali, esercita su una o più società l'attività di direzione e coordinamento, ponendosi quindi a capo di un gruppo di società: la sua funzione è, quindi, una funzione imprenditoriale, corrispondente alla funzione di direzione strategica e finanziaria.

In proposito si rammenta che, successivamente all'entrata in vigore della disposizione in commento, la Consob ha approvato talune modifiche al regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a. concernenti l'introduzione di una disciplina speciale per l'ammissione a quotazione di azioni di società di investimento in apposito segmento (MTF) del Mercato Telematico Azionario.

Secondo la predetta nuova disciplina tali emittenti, che possono essere anche di recente costituzione, oltre ai requisiti ordinariamente richiesti per l'ammissione a quotazione (quali, ad esempio, autonomia gestionale, revisione contabile obbligatoria dei bilanci), devono rispettare specifiche condizioni basate sui principi, da prevedersi statutariamente, di limitazione alla concentrazione del rischio e di sufficiente diversificazione delle attività<sup>2</sup>.

## **Le proposte regolamentari**

### *1. Art.62, comma 3-bis, lett.a)*

Relativamente ai criteri di trasparenza contabile, di adeguatezza della struttura organizzativa e del sistema dei controlli interni che le società controllate, costituite e regolate dalla legge di Stati non appartenenti all'Unione Europea devono rispettare affinché le azioni della società controllante possano essere ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano, l'art. 18-ter della proposta regolamentare evidenzia i seguenti requisiti di base:

- (i) che la controllata di diritto estero rediga il bilancio d'esercizio o consolidato di gruppo e lo renda disponibile agli azionisti della controllante (in analogia a quanto previsto per le società italiane dall'art. 2429, comma 3, cod. civ., in base al quale unitamente al bilancio devono essere depositate presso la sede sociale della controllante anche le copie integrali dell'ultimo bilancio delle società controllate);

---

<sup>2</sup> Cfr.art.2.2.32 del regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa italiana S.p.A., di cui si riporta di seguito il testo:

1. *“Possono essere ammesse alla quotazione le azioni ordinarie rappresentative del capitale di Investment Companies a condizione che lo statuto, nella clausola relativa all’oggetto sociale, preveda le seguenti regole in materia di investimenti e limiti alla concentrazione del rischio:*

- *la società non investe in strumenti finanziari quotati e non quotati di uno stesso emittente e in parti di uno stesso OICR per un valore superiore al 30% delle proprie attività;*
- *il totale delle esposizioni della società verso lo stesso emittente o gruppo (incluse le esposizioni derivanti da strumenti finanziari derivati OTC) deve essere inferiore al 30% delle proprie attività;*
- *la società non investe più del 20% delle proprie attività in quote di fondi speculativi italiani o esteri;*
- *i limiti di cui sopra non trovano applicazione quando gli strumenti finanziari sono emessi o garantiti da uno Stato dell’UE, dai suoi enti locali, da uno Stato aderente all’OCSE o da organismi internazionali di carattere pubblico di cui fanno parte uno o più Stati membri dell’UE.*

*Lo statuto della società inoltre può prevedere che i menzionati limiti possono essere superati in presenza di circostanze eccezionali. Tuttavia lo statuto precisa che il superamento della soglia statutaria non può protrarsi oltre 12 mesi.*

2. *Lo statuto precisa altresì che ai fini della modifica dell’oggetto sociale è necessario un quorum deliberativo del 90% degli aventi diritto al voto in tutte le convocazioni, fintanto che le azioni della società sono negoziate nel segmento destinato alle Investment Companies. Lo statuto precisa altresì che lo stesso quorum è necessario anche per la modifica della clausola relativa al quorum deliberativo di cui al presente articolo 2.2.32 comma 2.*

3. *Le Investment Companies provvedono ad investire almeno il 25% del totale dell’attivo entro il termine di 24 mesi dalla data del provvedimento di ammissione.*

- (ii) che sia previsto il controllo contabile dei bilanci sopra specificati secondo modalità equivalenti a quelle vigenti nell'UE;
- (iii) che il relativo statuto sia messo a disposizione degli investitori attuali e potenziali della società controllante; analogamente deve essere prevista la pubblicità della composizione e dei poteri conferiti agli organi sociali di detta controllata;
- (iv) che la società controllata si impegni a fornire al revisore contabile dei conti annuali e infrannuali della società quotanda o quotata le informazioni necessarie per poter concludere il proprio lavoro di revisione contabile;
- (v) che il sistema dei controlli interni della controllata estera sia adeguato rispetto alle dimensioni ed alla complessità dell'attività da essa svolta ed idoneo a produrre regolarmente al *management* e ai soggetti preposti al controllo, anche contabile, della società controllante le necessarie informazioni sulla gestione e sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria;
- (vi) che tale adeguatezza sia attestata almeno annualmente dall'organo di controllo della società controllante.

## 2. Art.62, comma 3-bis, lett.b)

Al fine dell'emanazione delle norme regolamentari attuative della disposizione in esame, occorre stabilire i criteri in base ai quali individuare le situazioni in cui non sia possibile ammettere alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano le azioni di un emittente sottoposto alla direzione ed al coordinamento di un'altra società.

Si ritiene che l'individuazione dei criteri da stabilire in via regolamentare debba tener conto:

- da un lato, degli obiettivi di tutela degli investitori, trasparenza ed ordinato svolgimento delle negoziazioni posti dalla disciplina dei mercati di cui al Titolo I, Capo I, del TUF, come modificato dalla legge n. 262/2005;
- dall'altro, dell'esigenza di salvaguardare la libertà di iniziativa economica come bene a rilevanza costituzionale.

Alla luce di questi principi, si è dell'avviso che aspetti di rilievo per l'ammissione a quotazione delle società sottoposte alla direzione unitaria di altra società si presentino solo quando sia obiettivamente ravvisabile un pregiudizio alla tutela dei mercati.

Sulla base dell'esperienza maturata nei vari casi di ammissione a quotazione, le problematiche connesse alla quotazione di emittenti sottoposti alla direzione unitaria appaiono fondamentalmente riconducibili alla possibile mancanza di autonomia commerciale, finanziaria, nonché degli organi di gestione e di controllo della "matricola".

La norma regolamentare proposta (art. 18-*quater*) evidenzia i possibili criteri guida, ispirati a principi di trasparenza e di autonomia gestionale, e prevede le seguenti condizioni che inibiscono la quotazione della società sottoposta alla direzione unitaria di altra società:

- a) l'emittente soggetto a direzione unitaria non ha adempiuto agli obblighi pubblicitari disciplinati dall'art. 2497-bis, cod. civ.;
- b) l'emittente soggetto a direzione unitaria non ha autonoma capacità negoziale nei rapporti con la clientela e i fornitori;
- c) l'emittente soggetto a direzione unitaria ha con la società che esercita tale direzione ovvero con altra società del gruppo un rapporto di tesoreria accentrata non rispondente all'interesse sociale. A tal fine, costituiscono figure sintomatiche di conflitto con l'interesse sociale l'esistenza di condizioni non standardizzate, ovvero sfavorevoli rispetto a quelle di mercato. E' in proposito previsto, tenuto anche conto degli obblighi già stabiliti dall'art.2497-ter codice civile, che la rispondenza all'interesse sociale sia giustificata dall'organo amministrativo con dichiarazione analiticamente motivata e verificata dall'organo di controllo;
- d) in materia di *corporate governance*, non viene assunto l'impegno da parte dell'emittente di nominare amministratori indipendenti, il cui numero sia tale da garantire che il loro giudizio abbia un peso significativo nell'assunzione delle decisioni consiliari; impegno questo ritenuto necessario al fine di rafforzare ulteriormente l'indipendenza dell'organo amministrativo dell'emittente soggetto a direzione unitaria rispetto alla capogruppo;
- e) non viene resa piena trasparenza degli indirizzi impartiti dalla capogruppo per condurre la direzione unitaria.

### 3. Art.62, comma 3-bis, lett.c)

Relativamente alle società finanziarie, la proposta regolamentare tiene conto delle svariate differenti configurazioni che in concreto possono assumere le attività considerate dalla norma, dalle *holding* di partecipazioni fino alle più moderne tecniche di investimento e gestione di portafogli azionari, ivi incluse le strategie di *private equity* o di *venture capital*.

In questa ottica la proposta normativa è indirizzata a designare principi di carattere generale, piuttosto che stringenti e dettagliati requisiti.

Si è ritenuto che un elemento chiave su cui basare la nuova disciplina sia costituito dall'individuazione di criteri di trasparenza circa le modalità di gestione degli investimenti, con particolare riferimento alla diversificazione del rischio.

Le informazioni che le società finanziarie saranno tenute a rendere al pubblico dovranno essere predisposte con un livello di precisione tale da consentire di comprendere le principali caratteristiche della politica di investimento da esse seguita.

Ci si attende che le società in argomento investano e gestiscano le proprie attività in conformità alla politica di investimento resa pubblica. Le variazioni della loro politica di investimento, quale resa nota al momento dell'ammissione a quotazione, dovranno pertanto essere portate a conoscenza del mercato mediante appositi comunicati stampa.

Inoltre, al fine di assicurare continuità di informazioni al pubblico, nella relazione sulla gestione che correda il bilancio e nella relazione semestrale le società finanziarie forniranno informazioni circa le modalità di investimento delle proprie attività in conformità alla politica di investimento adottata, con particolare riferimento alla diversificazione del rischio, fornendo a tal fine anche un'analisi quantitativa, nonché una completa e significativa analisi del portafoglio di investimento.

#### 4. Disposizioni transitorie e finali

Viene conclusivamente prevista una disciplina transitoria al fine di consentire alle società che intendono chiedere l'ammissione alla quotazione ovvero alle società già quotate di adeguarsi alle condizioni previste dalla nuova disciplina regolamentare.

In particolare, viene previsto che le disposizioni dell'art. 18-ter siano applicate alle società che chiedono la quotazione a decorrere dal 1° gennaio 2008. Relativamente alle società già quotate, viene previsto l'adeguamento alle disposizioni attuative dell'art. 62, comma 3-bis, lett.a) e b) entro diciotto mesi dalla loro entrata in vigore. A tal fine, le società già quotate sono invitate a fornire alla Consob un piano di adeguamento e il calendario previsto per la relativa attuazione. Degli elementi essenziali di tale piano esse daranno inoltre comunicazione al mercato con le modalità indicate dall'art. 66, commi 2 e 3, del regolamento emittenti. Nelle relazioni trimestrali è previsto che esse diano poi informazioni in merito all'attuazione del piano. Per le società di cui all'art. 62, comma 3-bis, lett. c), tenuto conto dei criteri di trasparenza cui esse si dovranno attenere, è previsto l'adeguamento alle nuove disposizioni entro l'approvazione del bilancio dell'esercizio chiuso o in corso alla data del 31.12.2007.

Specifiche norme di adeguamento ai nuovi requisiti sono state infine previste con riferimento alle società con azioni quotate che dopo l'entrata in vigore delle nuove disposizioni acquisiscano il controllo di società estere che non soddisfino i nuovi requisiti di ammissione (adeguamento entro sei mesi dall'acquisizione). Nel caso di società quotate che, per effetto di operazioni di riassetto dell'azionariato di controllo che le conducono *ex novo* sotto la direzione unitaria di altra società, si trovino a non rispettare i requisiti di ammissione previsti dall'art. 18-quater, viene previsto un più ampio termine di adeguamento di 18 mesi, in relazione fra l'altro all'esigenza di procedere alle conseguenti modifiche statutarie.

\* \* \*

## Titolo II

### Capo V-bis

#### Condizioni per l'ammissione alla quotazione di determinate società

#### Art. 18-ter

*(Condizioni per la quotazione di azioni di società controllanti  
società costituite e regolate dalla legge di Stati non appartenenti all'Unione Europea)*

1. Le azioni di società controllanti società costituite e regolate dalla legge di Stati non appartenenti all'Unione Europea possono essere ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano ove le società controllate:

- a) redigano il bilancio d'esercizio o consolidato e lo rendano disponibile agli azionisti della controllante;
- b) i bilanci di cui alla lettera a) siano sottoposti a controllo contabile secondo modalità equivalenti a quelle vigenti nell'Unione Europea;
- c) rendano pubblici i propri statuti, nonché la composizione ed i poteri dei propri organi sociali;

- d) siano impegnate a fornire al revisore della società controllante le informazioni a questo necessarie per condurre l'attività di controllo dei conti annuali ed infra-annuali della stessa società controllante;
- e) dispongano di un sistema di controlli interni adeguato rispetto alle dimensioni ed alla complessità delle attività da esse svolte ed idoneo a produrre regolarmente alla direzione, all'organo di controllo ed al revisore della società controllante le necessarie informazioni sulla gestione e sui dati economici patrimoniali e finanziari. L'adeguatezza del sistema dei controlli è attestata, con cadenza almeno annuale, dall'organo di controllo della società controllante.

*Art. 18-quater*

*(Condizioni che inibiscono la quotazione di azioni di società controllate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di altra società)*

1. Le azioni di società controllate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di un'altra società non possono essere ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano ove tali società:

- a) non abbiano adempiuto agli obblighi di pubblicità previsti dall'articolo 2497-*bis* del codice civile;
- b) non abbiano autonoma capacità negoziale nei rapporti con la clientela e i fornitori;
- c) abbiano in essere con la società che esercita la direzione unitaria ovvero con altra società del gruppo a cui esse fanno capo un rapporto di tesoreria accentrata non rispondente all'interesse sociale. La rispondenza all'interesse sociale è giustificata dall'organo di amministrazione con dichiarazione analiticamente motivata e verificata dall'organo di controllo.
- d) non dispongano di amministratori indipendenti in numero tale da garantire che il loro giudizio abbia un peso significativo nell'assunzione delle decisioni consiliari;
- e) non informino il pubblico, nella relazione sulla gestione, sugli indirizzi ricevuti dalla società capogruppo nell'ambito della direzione unitaria.

*Art. 18-quinquies*

*(Condizioni per la quotazione di azioni di società il cui patrimonio è costituito esclusivamente da partecipazioni )*

1. Le azioni di società finanziarie il cui patrimonio è costituito esclusivamente da partecipazioni possono essere ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano ove tali società:

- a) rendano al pubblico informazioni qualitative e quantitative in merito alla propria politica di investimento, specificando i criteri seguiti per la gestione degli investimenti e la diversificazione del rischio. Le informazioni devono consentire all'investitore di valutare le opportunità di investimento e di individuare le modalità con le quali l'obiettivo di distribuzione del rischio è conseguito;
- b) investano e gestiscano le proprie attività in conformità alla politica di investimento resa pubblica.

2. Le società di cui al comma 1 comunicano senza indugio al pubblico le variazioni della loro politica di investimento con le modalità indicate dall'articolo 66, commi 2 e 3, del regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 1999.

3. Le società di cui al comma 1, una volta quotate, rendono nella relazione sulla gestione e nella relazione semestrale:

a) informazioni circa le modalità di investimento delle proprie attività in conformità alla politica di investimento adottata, con particolare riferimento alla diversificazione del rischio, fornendo a tal fine anche un'analisi quantitativa, e

b) una completa e significativa analisi del portafoglio di investimento.

Art. 18-*sexies*  
(Disposizioni transitorie e finali)

1. Le disposizioni di cui al presente capo si applicano alle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle proprie azioni in un mercato regolamentato italiano a decorrere dal 1° gennaio 2008.

2. Le società con azioni quotate di cui agli articoli 18-*ter* e 18-*quater* si adeguano alle disposizioni ivi contenute entro diciotto mesi dall'entrata in vigore delle stesse. Esse trasmettono alla Consob il piano di adeguamento ed il calendario previsto e ne comunicano al pubblico gli elementi essenziali con le modalità indicate dall'articolo 66, commi 2 e 3 del regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 1999 e successive modificazioni. Il documento contabile previsto dall'articolo 82 del citato regolamento contiene le informazioni concernenti l'attuazione del piano. Le società con azioni quotate di cui all'articolo 18-*quinquies* si adeguano alle disposizioni ivi previste entro la data di approvazione del bilancio dell'esercizio chiuso o in corso alla data del 31.12.2007.

3. Le società con azioni quotate che acquisiscono il controllo delle società estere di cui al comma 1 dell'articolo 18-*ter* si adeguano alle disposizioni ivi previste nel termine di sei mesi dal perfezionamento dell'acquisto. Le società con azioni quotate che vengono sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di un'altra società si adeguano alle disposizioni di cui all'articolo 18-*quater* nel termine di diciotto mesi dal verificarsi della condizione.

4. Le società di cui al comma 3 informano la Consob ed il pubblico nei modi previsti dal comma 2.