

**IL PROCESSO DI  
QUOTAZIONE:  
PROFILI GIURIDICI,  
FISCALI ED  
ORGANIZZATIVI**

**Camozzi & Bonisconi**  
Studio Legale e Tributario

*Il processo di quotazione: profili giuridici,  
fiscali ed organizzativi*

MILANO, MAGGIO 2006

## Indice

<b>PREMESSA</b> .....	<b>5</b>
<b>1. PROFILI GENERALI: QUADRO NORMATIVO</b> .....	<b>7</b>
<b>2. IL PROCESSO DI QUOTAZIONE</b> .....	<b>9</b>
2.1. I SOGGETTI DEL PROCEDIMENTO DI QUOTAZIONE.....	9
2.2 LE FASI .....	11
<b>3. IL PROCESSO DI QUOTAZIONE: FASE PRELIMINARE ALL'IPO</b> .....	<b>12</b>
3.1 PRESUPPOSTI E REQUISITI PER LA QUOTAZIONE.....	12
3.1.1 <i>Requisiti generali richiesti all'Emittente ed agli strumenti finanziari (azioni) per l'ammissione a quotazione in Borsa</i> .....	13
3.1.2 <i>Requisiti specifici richiesti all'Emittente ed agli strumenti finanziari (azioni) per l'ammissione a quotazione in Borsa, segmento Standard/Blue Chips</i> .....	14
3.1.3 <i>Requisiti specifici richiesti all'Emittente ed agli strumenti finanziari (azioni) per l'ammissione a quotazione in Borsa, Segmento Star</i> .....	14
3.1.4 <i>Requisiti generali richiesti all'Emittente ed agli strumenti finanziari (azioni) per l'ammissione a quotazione nel mercato Expandi</i> .....	17
3.1.5 <i>Requisiti specifici richiesti all'Emittente ed agli strumenti finanziari (azioni) per l'ammissione a quotazione nel mercato Expandi</i> .....	18
3.2 INTERVENTI E PROCEDURE PRELIMINARI ALLA QUOTAZIONE.....	21
3.2.1 <i>Fase preliminare</i> .....	21
3.2.2 <i>Due diligence e predisposizione della documentazione</i> .....	22
3.3 ASPETTI DI NATURA FISCALE .....	23
3.3.1 <i>Forme d'incentivazione fiscale</i> .....	23
3.3.2 <i>Trattamento fiscale dei costi di quotazione</i> .....	25
<b>4. IL PROCESSO DI QUOTAZIONE: FASE DI IPO</b> .....	<b>27</b>
4.1 IL PROCEDIMENTO INNANZI A BORSA ITALIANA S.p.A.. LA DOMANDA DI AMMISSIONE A QUOTAZIONE .....	27
4.1.1 <i>Presentazione a Borsa Italiana S.p.A. della domanda di ammissione a quotazione</i> .....	27
4.1.2 <i>Istruttoria di Borsa Italiana S.p.A.</i> .....	28
4.1.3 <i>Procedura di ammissione alla quotazione in caso di concomitante offerta finalizzata alla diffusione di strumenti finanziari. Istruttoria della Borsa Italiana S.p.A.</i> .....	29
4.1.4 <i>Casi in cui Borsa Italiana S.p.A. può respingere la domanda di ammissione alle negoziazioni sul mercato Expandi</i> .....	30
4.2 IL PROCEDIMENTO INNANZI A CONSOB. IL PROSPETTO DI QUOTAZIONE .....	31
4.2.1 <i>Il prospetto di quotazione</i> .....	31
4.2.2 <i>L'istruttoria di Consob</i> .....	33
4.2.3 <i>La pubblicazione del prospetto e gli obblighi di aggiornamento</i> .....	33
4.2.4 <i>Prospetto di quotazione e sollecitazione all'investimento</i> .....	34
4.3 IL COLLOCAMENTO DEI TITOLI SUL MERCATO .....	35
4.3.1 <i>Formazione del consorzio di collocamento</i> .....	35
4.3.2 <i>Il pre-marketing e il road show</i> .....	36
4.3.3 <i>Il bookbuilding e la fissazione del prezzo</i> .....	37
4.3.4 <i>Assegnazione dei titoli e sollecitazione all'investimento (OPV-OPS)</i> .....	38

4.3.5 Inizio negoziazioni e Stabilizzazione .....	39
4.3.6 Obblighi di comportamento e di comunicazione .....	39
<b>5. IL PROCESSO DI QUOTAZIONE: FASE DI POST – IPO .....</b>	<b>41</b>
5.1 INTRODUZIONE: GLI OBBLIGHI DI UNA SOCIETÀ QUOTATA .....	41
5.2 LA CORPORATE GOVERNANCE .....	41
5.3 GLI OBBLIGHI INFORMATIVI .....	43
5.3.1 Comunicazione di informazioni privilegiate .....	44
5.3.2 Comunicazione periodiche di dati contabili .....	45
5.3.3 Comunicazione episodiche di operazioni straordinarie .....	46
5.3.4 Internal dealing .....	46
5.3.5 Comunicazioni di partecipazioni rilevanti .....	47
5.3.6 Comunicazioni di patti parasociali .....	49
<b>ALLEGATO N. 1 .....</b>	<b>51</b>
<b>ALLEGATO N. 2 .....</b>	<b>56</b>

**PREMESSA**

La presente monografia esamina sinteticamente i principali profili giuridici, organizzativi e fiscali connessi con il processo di quotazione, con l'obiettivo di sintetizzarne gli aspetti che più assumono rilievo per la società che intenda intraprendere la strada della quotazione.

Si consideri, dunque, come l'ingresso in un mercato mobiliare consenta alla società di accedere ad un importante canale di finanziamento, nonché di arricchire di maggiore prestigio l'immagine dell'impresa.

L'organizzazione e la gestione dei mercati regolamentati, in particolare, è affidata ad apposita società di gestione, Borsa Italiana S.p.A. (di seguito "**Borsa Italiana**"), mentre permane in capo a Consob la vigilanza ed il controllo sul mercato, costituendo tali organismi i principali soggetti con cui la società che acceda alla quotazione è chiamata a rapportarsi.

Pertanto, è importante che la società si prepari nel modo più adeguato ad affrontare il mercato: la scelta della quotazione, infatti, comporta il rispetto di specifiche regole e procedure che richiedono alla società una struttura organizzativa, operativa e di *management* in grado di gestire nel modo più appropriato tali aspetti.

Attualmente, in Italia è presente un ampio ventaglio di mercati, a loro volta articolati in segmenti, su cui è possibile quotare i propri strumenti finanziari. Naturalmente, occorrerà orientarsi verso il mercato o il segmento che più si adatta alle caratteristiche ed alle prospettive che la società si propone.

Nel corso della presente trattazione, si procederà ad una rapida sintesi dei requisiti per l'accesso alla quotazione rispettivamente sui segmenti Blue Chips/ Standard e STAR nonché sul mercato Expandi.

Successivamente, ci si soffermerà precipuamente sui requisiti e le modalità per l'accesso alla quotazione sul mercato Expandi e sul procedimento di quotazione su tale segmento, e ciò anche in considerazione delle peculiarità del mercato italiano e della diffusa presenza di società di dimensioni piccole e medie, dotate di elevata dinamicità e di spiccata attitudine ed interesse a forme di finanziamento e di crescita innovative e

duttili, nonché interessate ad uno strumento che garantisca loro una significativa visibilità sul mercato di riferimento.

Il mercato Expandi, infatti, è un mercato disegnato per le società di piccole dimensioni (circa 100 milioni di euro di ricavi), che consente alla società di reperire nuovi capitali minimizzando il costo ed i tempi della quotazione.

I requisiti di ammissione alla negoziazione nel mercato Expandi – in merito ai quali si rinvia per maggiori dettagli al Paragrafo 3 del presente documento, si differenziano da quelli relativi alla Borsa perchè finalizzati a consentire l'accesso alla quotazione di azioni che non sarebbero ancora pronte per la quotazione in Borsa, in quanto necessitano di un periodo di “prova” onde acquisire adeguata credibilità presso il pubblico, consentendo così alla società emittente di maturare l'esperienza opportuna in vista del successivo passaggio in Borsa.

Si procede, dunque, alla trattazione, cui si premette una rapida analisi del quadro normativo di riferimento.

## ***1. PROFILI GENERALI: QUADRO NORMATIVO***

Il quadro normativo che disciplina il processo di quotazione, le società emittenti e la loro attività è composto da diverse fonti di matrice primaria e regolamentare.

La normativa primaria relativa alla disciplina delle società emittenti (gli “**Emittenti**”) è contenuta, in primo luogo, nel Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (il “**TUF**”), e segnatamente nella parte quarta del medesimo. Il TUF contiene, infatti, le disposizioni generali in merito agli obblighi ed agli adempimenti connessi alla quotazione, alle Autorità di vigilanza e controllo ed ai relativi poteri.

Tale normativa è stata di recente interessata da un importante intervento legislativo ad opera della Legge 28 dicembre 2005, n. 262 (di seguito, anche la “**Legge sul Risparmio**”).

Senza entrare, per la brevità della presente esposizione, nel merito di tale provvedimento, si segnala che la Legge sul Risparmio, nell’integrare e modificare alcune parti del TUF, ha introdotto alcune significative novità in materia di disciplina degli emittenti quotati. Si segnalano, in particolare, l’ampliamento degli obblighi informativi imposti alle società quotate e dei relativi poteri di vigilanza di Consob (artt. 114 e 115 del TUF, come modificati); l’introduzione nel TUF dell’art. 117 *bis*, che estende gli obblighi di cui all’art. 113 del TUF in tema di redazione del prospetto<sup>1</sup> anche alle operazioni di fusione fra società con azioni quotate e società con azioni non quotate; l’inserimento nel corpo del TUF della nuova Sezione I *bis*, composta dagli artt. 124 *bis* e *ter*, che impone alle società quotate la diffusione annuale, con termini e modalità stabiliti da Consob, di informazioni sull’adesione a codici di comportamento; l’inserimento della nuova Sezione V *bis*, composta dall’art. 154 *bis*, che impone alle società quotate l’identificazione di una apposita figura, il dirigente preposto, per la redazione dei documenti contabili e societari; l’inserimento, dopo l’art. 114 del TUF, del nuovo art. 114 *bis*, che impone che l’approvazione dei piani di *stock option* a favore di amministratori, dipendenti, componenti del consiglio di gestione, collaboratori non

---

<sup>1</sup> Sul prospetto di quotazione si veda *infra* cap. 4, par. 2.

dipendenti avvenga ad opera dell'Assemblea dei soci, nonché dispone la comunicazione alla società di gestione del mercato e la diffusione al pubblico delle informazioni relative a motivazioni, beneficiari e modalità di attuazione del piano.

In secondo luogo, l'attuazione delle previsioni di cui al TUF è affidata al potere regolamentare di Consob, che ha adottato a tale scopo il Regolamento n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato, da ultimo con delibera Consob n. 15232 del 29 novembre 2005 (di seguito, anche il “**Regolamento Emittenti**”). Tale Regolamento contiene la disciplina di dettaglio volta a concretizzare le disposizioni del TUF e specificare, tra l'altro, i poteri e le funzioni dallo stesso attribuiti a Consob. Si ricorda, inoltre, come per la concreta attuazione delle novità introdotte dalla Legge sul Risparmio, sarà necessario l'intervento regolamentare di Consob. Pertanto, si rileva come sia indispensabile, per la società che intenda intraprendere la strada della quotazione, il costante e accurato monitoraggio della attività normativa svolta da Consob.

In terzo luogo, la disciplina del processo di quotazione è altresì contenuta all'interno del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, (di seguito, anche il “**Regolamento di Borsa**”), inclusivo delle relative “Istruzioni, la cui più recente versione è stata deliberata dalla Assemblea di Borsa Italiana il 21 dicembre 2005 e approvata con delibera Consob dell'8 febbraio 2006.

## **2. IL PROCESSO DI QUOTAZIONE**

### **2.1. I soggetti del procedimento di quotazione**

Il processo di quotazione vede coinvolti, nel corso del suo svolgimento, una serie di soggetti che, nel presente capitolo, si intende elencare esponendo sinteticamente i loro compiti e le loro peculiarità.

In termini generali, le parti coinvolte nel procedimento di quotazione sono quelli di seguito indicati:

- *global coordinator*;
- *sponsor*;
- *financial advisor*;
- *specialist*;
- *investor relator*;
- *listing partner*;
- società di revisione;
- consulenti legali e fiscali;
- società di comunicazione;

Il **global coordinator** è quel soggetto, banca o società di intermediazione mobiliare o altro intermediario finanziario, che assiste la società quotanda nel processo di offerta dei propri strumenti finanziari sul mercato, in particolare costituendo e coordinando il consorzio di collocamento dei titoli, dirigendo l'operazione di collocamento dei titoli stessi sul mercato e fornendo alla società ogni necessario supporto informativo in merito a tale processo. Il *global coordinator* spesso riveste anche il ruolo di *advisor* della società. Il consorzio di collocamento è generalmente composto da banche o intermediari finanziari.

Lo **sponsor** è quel soggetto, banca o intermediario finanziario, che assiste l'emittente nella procedura di ammissione a quotazione, nelle attività relative alla quotazione ed all'ammissione alle negoziazioni nonché nel periodo successivo all'ammissione alle negoziazioni dei titoli della società e si pone come garante nei

confronti del mercato della qualità, dell'esattezza e della completezza delle informazioni fornite dalla società, al fine di assicurare il regolare svolgimento del processo di quotazione. La sua nomina è resa obbligatoria dall'art. 2.3.1 del Regolamento di Borsa.

Il **financial advisor** è il consulente che si occupa di assistere la società e lo sponsor nello studio di fattibilità del progetto di quotazione, nella redazione del prospetto informativo, nella definizione dei termini dell'offerta.

Lo **specialist** è l'intermediario cui è affidato il compito di sostenere la liquidità del titolo e migliorare l'informativa al mercato; a tal fine egli deve esporre con continuità proposte di acquisto e vendita per un determinato quantitativo giornaliero ed impegnarsi nella redazione di studi sull'Emittente. La sua nomina è oggi resa obbligatoria in determinate ipotesi, fra le quali si rileva, in particolare, l'accesso alla quotazione sul mercato Expandi (art. 2.3.4 del Regolamento di Borsa).

L' **investor relator** è il soggetto incaricato della gestione dei rapporti con investitori e intermediari e può essere un soggetto interno o esterno alla società.

Il **listing partner** è il soggetto incaricato dalla società per l'accesso alla quotazione sul mercato Expandi, con il compito di collaborare ai fini dell'ordinato svolgimento della procedura stessa. Possono svolgere tale funzione, a norma dell'art. 2A.3.1 del Regolamento di Borsa, banche, imprese di investimento nazionali, comunitarie ed extracomunitarie ed intermediari finanziari iscritti nell'elenco di cui all'articolo 107 del D. Lgs.1 settembre 1993, n. 385 (il "TUB").

La **società di revisione** è responsabile della certificazione dei bilanci della società al fine del collocamento degli strumenti finanziari dell'Emittente, per il rilascio delle *comfort letters* relativamente al prospetto informativo e per le relazioni sul bilancio d'esercizio.

I **consulenti legali e fiscali** hanno la funzione di assistere la società quotanda, i soci e gli intermediari nel corso dello svolgimento del processo di quotazione, curandone i profili legali, fiscali e di contrattualistica.

I consulenti dell'Emittente, in particolare, si occupano di fornire assistenza nell'ambito della attività di *due diligence* legale e fiscale svolta sulla società preliminarmente all'accesso alla quotazione ed in generale nell'ambito delle

problematiche legali e fiscali connesse all'operazione, di predisporre e redigere il prospetto informativo e la documentazione necessaria per la richiesta di ammissione e l'offerta, di fornire assistenza nei rapporti con Consob e Borsa Italiana.

Accanto ai consulenti della società quotanda si affiancano i consulenti del *global coordinator*, dello *sponsor* e del *listing partner*, che si occupano dello svolgimento della *due diligence* legale e fiscale sulla società e di assistere l'intermediario in ogni problematica legale e fiscale e nei rapporti con Borsa Italiana e Consob.

La **società di comunicazione** ha il compito di organizzare tutte le comunicazioni obbligatorie e facoltative nella fase antecedente la quotazione, nonché di curare presentazioni e *road show*<sup>2</sup>. L'attività di gestione delle informazioni prosegue anche nella fase successiva alla quotazione con la cura e la gestione da parte della società di comunicazione del flusso di informazioni con la comunità finanziaria e con gli investitori.

## 2.2 Le fasi

Il processo di quotazione si svolge attraverso una serie di fasi che vedono protagonisti la società quotanda ed i diversi soggetti sopra individuati, soggetti che sono chiamati a svolgere, nell'ambito di ciascuna di esse, un preciso ruolo e ad effettuare una serie articolata di adempimenti.

Le predette fasi possono essere così schematizzate:

1. fase preliminare;
2. fase centrale e di completamento della procedura di quotazione (cosiddetta *IPO*);
3. la fase successiva all'IPO, con l'assunzione dello *status* di società quotata e le caratteristiche e gli obblighi connessi.

Nel proseguire la nostra trattazione, dunque, ci si soffermerà a descrivere i tratti salienti di ciascuna fase.

---

<sup>2</sup> Su cui vedasi *infra* cap. 4, par. 3.2.

### ***3. IL PROCESSO DI QUOTAZIONE: FASE PRELIMINARE ALL'IPO***

Come si è accennato, dunque, il procedimento di quotazione si articola in una serie di fasi che si susseguono secondo una definita scansione, e che si intende ora rapidamente analizzare.

Si annota, a riguardo, la considerazione che il legislatore italiano ha inteso, delineando lo schema che si procede ad analizzare, sostanzialmente escludere che la quotazione possa realizzarsi coevamente alla costituzione della società, ma abbia individuato nel procedimento di quotazione una procedura cui possono accedere società già costituite, in base alla loro volontaria determinazione.

La prima fase, dunque, che abbiamo definito preliminare all'IPO, comprende tutti quegli adempimenti che si possono definire preliminari all'ammissione alla quotazione, e che consistono da un lato nei presupposti e requisiti che, secondo la normativa, debbono possedere le società ai fini dell'accesso alla quotazione nei diversi mercati e segmenti, dall'altro in quegli interventi e procedure necessari a garantire il soddisfacimento dei predetti requisiti.

Si analizzano di seguito, pertanto, entrambi questi aspetti.

#### ***3.1 Presupposti e requisiti per la quotazione***

La definizione dei presupposti e requisiti per l'accesso alla quotazione è affidata al Regolamento di Borsa Italiana e alla normativa in esso richiamata.

I mercati regolamentati da Borsa Italiana consentono alla società di scegliere, in relazione alle proprie caratteristiche, il mercato più adatto a soddisfare le esigenze e gli obiettivi che la stessa si pone.

In particolare, tre sono le soluzioni che si prospettano per la società, ossia la quotazione (i) sul segmento di Borsa Standard e Blue Chip, (ii) sul segmento di Borsa Star, nonché (iii) sul mercato Expandi.

Come precedentemente anticipato nel corso della nostra trattazione, dopo un rapido cenno a requisiti e presupposti richiesti alla società per l'accesso alla quotazione

in Borsa, rispettivamente sui segmenti Blue Chips/Standard e STAR, si concentrerà l'attenzione sul mercato cui è dedicata la presente trattazione, ossia il mercato Expandi.

Tale mercato, i relativi requisiti e caratteristiche sono infatti rivolti a favorire, come si è visto, l'accesso alla quotazione per le imprese più piccole o in fase di espansione e crescita, che costituiscono la realtà più significativa e saliente nell'ambito del mercato italiano.

### 3.1.1 Requisiti generali richiesti all'Emittente ed agli strumenti finanziari (azioni) per l'ammissione a quotazione in Borsa

Il Regolamento di Borsa stabilisce, in primo luogo, al Titolo 2.1, art. 2.1.3, che per l'accesso alla quotazione sui mercati regolamentati segmenti Standard e Blue Chip, nonché Star, siano rispettate una serie di condizioni generali per l'ammissione. Tali condizioni riguardano, sotto un primo profilo, la società emittente (comma 1), sotto un secondo profilo, gli strumenti finanziari emessi (comma 2).

Ne consegue dunque che:

- 1) Le società e gli enti emittenti devono essere regolarmente costituiti ed i loro statuti devono essere conformi alle leggi ed ai regolamenti ai quali le società e gli enti stessi sono soggetti.
- 2) Gli strumenti finanziari devono essere:
  - a) emessi nel rispetto delle leggi, dei regolamenti e di ogni altra disposizione applicabile;
  - b) conformi alle leggi ed ai regolamenti ai quali sono sottoposti;
  - c) liberamente trasferibili;
  - d) idonei ad essere oggetto di liquidazione mediante l'apposito servizio di liquidazione.

3.1.2 Requisiti specifici richiesti all'Emittente ed agli strumenti finanziari (azioni)  
per l'ammissione a quotazione in Borsa, segmento Standard/Blue Chips

Il Regolamento Borsa, al Titolo 2.2, si occupa poi di disciplinare le condizioni specifiche richieste per l'ammissione alla quotazione sui mercati predetti, che possono così sintetizzarsi

- 1) Sotto il profilo dei requisiti dell'emittente, l'art. 2.2.1 del Regolamento di Borsa richiede, in linea generale e salvo le ulteriori specificazioni ed eccezioni contenute nello stesso articolo, che l'emittente abbia provveduto alla pubblicazione ed al deposito dei bilanci, anche consolidati, degli ultimi tre esercizi annuali, di cui l'ultimo corredato da apposito giudizio della società di revisione, che, ai fini dell'ammissione alla quotazione, dovrà necessariamente essere positivo.
- 2) Sotto il profilo dei requisiti degli strumenti finanziari oggetto della richiesta di quotazione, con riferimento in particolare alle azioni, l'art. 2.2.2 richiede:
  - una capitalizzazione di mercato prevedibile pari ad almeno 40 milioni di euro;
  - una sufficiente diffusione delle azioni, che si presume realizzata con la ripartizione delle azioni stesse fra il pubblico per almeno il 25% del capitale rappresentato dalla categoria di appartenenza, secondo i criteri di computo nel dettaglio definiti dallo stesso art. 2.2.2..

Si ricorda, infine, come per l'accesso al suddetto mercato sia necessaria la nomina dello *sponsor*<sup>3</sup>.

3.1.3 Requisiti specifici richiesti all'Emittente ed agli strumenti finanziari (azioni)  
per l'ammissione a quotazione in Borsa, Segmento Star

Ad integrazione e parziale modifica di quanto precedentemente indicato, il Regolamento di Borsa individua ulteriori requisiti che devono essere integrati al fine dell'ammissione alle negoziazioni sul segmento Star in aggiunta a quelli previsti per il segmento Blue Chip/ Standard, che devono parimenti essere rispettati.

---

<sup>3</sup> Sul quale vedasi *supra* cap. 2, par. 1.

La quotazione sul segmento Star, infatti, consente alla società di beneficiare di una maggiore presenza di investitori istituzionali e di una maggiore liquidità del titolo. D'altra parte, l'accesso a tale segmento richiede una particolare attenzione da parte della società quotanda ai profili di trasparenza e qualità del governo societario, onde poter soddisfare i predetti requisiti. L'art. 2.2.3 del Regolamento di Borsa detta infatti precise disposizioni in merito, prevedendo requisiti più stringenti per gli emittenti e per le azioni, e soprattutto precisi obblighi in materia di *corporate governance*.

La qualifica di Star può dunque essere richiesta dalla società sia all'atto della domanda di ammissione sia successivamente alla quotazione, secondo il modello di domanda riportato nelle Istruzioni al Regolamento.

Al fine di ottenere e mantenere la qualifica di Star, gli emittenti devono:

- a) rendere disponibile al pubblico la relazione trimestrale entro 45 giorni dal termine di ciascun trimestre dell'esercizio, salvo deroga concessa da Borsa Italiana in caso di comprovata impossibilità per l'Emittente;
- b) avere l'ultimo bilancio d'esercizio annuale corredato di un giudizio positivo della società di revisione;
- c) non avere l'attivo di bilancio ovvero i propri ricavi rappresentati, in misura preponderante, dall'investimento o dai risultati dell'investimento in una società le cui azioni sono ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato;
- d) trasmettere i dati di bilancio, nonché i dati trimestrali e semestrali, una volta approvati dal Consiglio di Amministrazione, a Borsa Italiana secondo il formato elettronico dalla stessa predisposto e comunicare tempestivamente eventuali modifiche apportate ai dati di bilancio dall'assemblea dei soci;
- e) rendere disponibile sul proprio sito Internet il bilancio, la relazione semestrale, la relazione trimestrale, nonché l'informativa diretta a Consob e al pubblico relativa alle informazioni privilegiate, ossia informazioni di carattere preciso concernenti direttamente ed indirettamente gli emittenti che non siano state rese pubbliche e che se rese pubbliche potrebbero influire in modo sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari (art. 114, comma 1 e 3 ed art. 181 del TUF) e gli ulteriori elementi indicati da Borsa Italiana nelle Istruzioni. Le informazioni

- dovranno essere rese disponibili sul sito secondo il formato indicato da Borsa Italiana, anche in lingua inglese;
- f) aver pubblicato, nei termini previsti, i documenti contabili obbligatori sulla base delle disposizioni applicabili e non essere incorsi, nei precedenti 18 mesi, in violazioni di obblighi informativi formalmente accertati;
  - g) non essere ammessi a procedure concorsuali e non avere società controllate ai sensi dell'art. 2359 c. c. ammesse a procedure concorsuali in misura superiore alla soglia stabilita nelle Istruzioni;
  - h) non avere le proprie azioni ordinarie sospese dalle negoziazioni a tempo indeterminato;
  - i) non incorrere in una delle situazioni previste dagli artt. 2446 e/o 2447 c.c. (riduzione del capitale sociale per perdite e riduzione del capitale sociale al di sotto del limite legale);
  - j) aver individuato all'interno della propria struttura organizzativa un soggetto professionalmente qualificato (*investor relator*) che abbia come incarico specifico la gestione dei rapporti con gli investitori.

Per quanto concerne i requisiti delle azioni, per quotarsi sul segmento Star è necessaria una capitalizzazione di mercato prevedibile compresa tra 40 e 1000 milioni di euro e la collocazione sul mercato del 35% del capitale.

L'art. 2.2.3 prevede inoltre il potere di vigilanza di Borsa Italiana sulle informazioni fornite dalla società ed il potere di escludere dalla qualifica di Star le azioni per le quali nel semestre precedente non siano state rispettate le condizioni sopra viste, tenendo conto dell'importanza e della frequenza dei casi nei quali tali condizioni sono venute a mancare.

Inoltre, rivestono particolare evidenza gli obblighi in tema di *corporate governance*. Ossia:

- avere come membri del Consiglio di Amministrazione amministratori non esecutivi indipendenti, in base ai criteri indicati all'art. 2.2.3, comma 3, lett. k del Regolamento di Borsa e dalle relative Istruzioni, il cui numero e autorevolezza siano tali da garantire che il loro giudizio abbia un peso significativo nell'assunzione delle decisioni consiliari;

- avere nominato un comitato per il controllo interno, composto da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti, con le funzioni indicate nel Codice di Autodisciplina delle società quotate (art. 2.2.3, comma 3, lettera l) del Regolamento di Borsa), ed, in particolare, con funzioni consultive e propositive nei confronti del Consiglio di amministrazione nelle materie indicate dal Regolamento stesso;
- legare parte significativa della remunerazione degli amministratori esecutivi e degli alti dirigenti al raggiungimento di obiettivi prefissati e/o a risultati economici conseguiti dalla società, oppure nominare un apposito comitato al fine della formulazione di proposte per la remunerazione, secondo quanto disposto dall'art. 2.2.3, comma 3, lettera m) del Regolamento di Borsa;

Per l'ottenimento della qualifica Star è infine necessario nominare, oltre che lo *Sponsor*, un operatore specialista (“*Specialist*”) per lo svolgimento delle funzioni che sono *supra* state illustrate al Capitolo 2, Paragrafo 1.

#### 3.1.4 Requisiti generali richiesti all'Emittente ed agli strumenti finanziari (azioni) per l'ammissione a quotazione nel mercato *Expandi*

Ai fini dell'ammissione alla quotazione, tanto l'Emittente, quanto i “quotandi” strumenti finanziari devono soddisfare le condizioni tassativamente richieste da Borsa Italiana.

Con riferimento al mercato *Expandi*, mercato sul quale si concentra la nostra analisi, si segnala che esso è stato istituito per accogliere le società di piccole dimensioni che intendono reperire nuovi capitali minimizzando il costo e i tempi della quotazione, nonché le relative formalità. In particolare, l'Emittente deve:

- essere regolarmente costituito ed il suo statuto deve essere conforme alle leggi ed ai regolamenti ai quali l'Emittente stesso è tenuto;

mentre gli strumenti finanziari devono essere:

- emessi nel rispetto della legge, dei regolamenti e di ogni altra disposizione applicabile;
- conformi alla legge ed ai regolamenti ai quali sono sottoposti;
- liberamente trasferibili;

- idonei ad essere oggetto di liquidazione ai sensi dell'art. 69 del TUF<sup>4</sup>.

*3.1.5 Requisiti specifici richiesti all'Emittente ed agli strumenti finanziari (azioni) per l'ammissione a quotazione nel mercato Expandi*

Alle predette condizioni, di portata generale, se ne affiancano delle altre, dal contenuto specifico, sia per l'Emittente che per gli strumenti finanziari (azioni) di cui si chiede l'ammissione a quotazione.

In particolare, **con riferimento all'Emittente:**

- possono essere ammesse alle negoziazioni nel mercato Expandi le azioni rappresentative del capitale di Emittenti che abbiano pubblicato e depositato, conformemente al diritto nazionale, il bilancio, anche consolidato, degli ultimi due esercizi annuali, di cui almeno l'ultimo corredato di un giudizio della società di revisione redatto secondo le modalità di cui all'articolo 156 del TUF o della corrispondente disciplina di diritto estero applicabile. L'ammissione alla quotazione non può essere disposta se la società di revisione ha espresso un giudizio negativo ovvero si è dichiarata impossibilitata a esprimere un giudizio;
- i bilanci annuali di esercizio e consolidati devono essere assoggettati, per una parte largamente preponderante, a revisione contabile completa;
- l'Emittente deve rispettare i requisiti quantitativi di profittabilità e di struttura finanziaria indicati nelle Istruzioni al Regolamento di Borsa. L'Emittente è tenuto a ricalcolare semestralmente tali requisiti;
- l'Emittente allega alla domanda una descrizione del proprio sistema di controllo di gestione e del sistema dell'eventuale gruppo ad esso facente capo. Il Presidente del Collegio Sindacale dichiara che tale sistema di controllo di gestione è affidabile ed adeguato rispetto alle dimensioni ed alle caratteristiche produttive aziendali. Ai fini del rilascio della dichiarazione, il Presidente del Collegio Sindacale considera le risultanze del lavoro svolto dalla società di revisione per i profili di competenza;

---

<sup>4</sup> Cfr. Parte 2, Titolo 2.2., del Regolamento di Borsa.

- l'attivo di bilancio, ovvero i ricavi dell'Emittente, non devono essere rappresentati in misura preponderante dall'investimento o dai risultati dell'investimento in una società le cui azioni sono ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato. Qualora sussistano elementi idonei a ostacolare il conseguimento dell'autonomia gestionale dell'Emittente, lo stesso è tenuto a darne adeguata informativa al pubblico, indicando le soluzioni adottate;
- l'Emittente deve aver conferito l'incarico di revisione contabile dei bilanci a una società di revisione ai sensi dell'art. 159 del TUF, salvo quanto previsto dalla corrispondente disciplina di diritto estero applicabile;
- nel caso in cui l'Emittente sia stato oggetto di *rating* sul merito di credito da parte di un'agenzia di *rating* indipendente locale o internazionale nei 12 mesi antecedenti la domanda di ammissione, tale *rating* o il relativo aggiornamento, se pubblici, dovranno essere comunicati a Borsa Italiana S.p.A.. Tale informazione sarà diffusa al mercato nell'avviso in cui si stabilisce la data di inizio delle negoziazioni.

Una disciplina particolare viene, poi, dettata per gli Emittenti che risultino da operazioni straordinarie o che abbiano subito, nel corso dei due esercizi precedenti a quello di presentazione della domanda o successivamente, modifiche sostanziali nella loro struttura patrimoniale.

**Con riferimento agli strumenti finanziari (azioni)**, essi devono avere i seguenti requisiti:

- capitalizzazione di mercato prevedibile pari ad almeno 1 milione di euro;
- sufficiente diffusione, che si presume realizzata quando le azioni siano ripartite tra il pubblico o presso investitori professionali per almeno il 10% del capitale rappresentato dalla categoria di appartenenza. In ogni caso, il controvalore delle azioni diffuse deve essere pari ad almeno 750.000 euro. Nel computo della percentuale:

- non si tiene conto delle partecipazioni azionarie di controllo, di quelle vincolate da patti parasociali e di quelle soggette a vincoli alla trasferibilità delle azioni (*lock-up*) di durata superiore a 6 mesi;
- non si tiene conto in ogni caso delle partecipazioni azionarie superiori al 2%, salvo che Borsa Italiana S.p.A., su istanza motivata dell'Emittente, valutate la tipologia dell'investitore e le finalità del possesso, non accordi una deroga al riguardo. Il calcolo delle partecipazioni deve essere effettuato secondo i criteri indicati nell'articolo 118 del Regolamento Emittenti;
- si tiene sempre conto di quelle possedute da organismi di investimento collettivo del risparmio, da fondi pensione e da enti previdenziali;
- la diffusione delle azioni presso il pubblico o presso investitori professionali deve essere realizzata attraverso l'offerta di un numero di azioni pari ad almeno il 10% del capitale rappresentato dalla categoria di appartenenza;
- nel disporre l'ammissione alle negoziazioni di azioni di Emittenti le cui azioni derivino da operazioni di scissione, fusione mediante costituzione di nuova società o altre operazioni assimilabili alle precedenti che coinvolgano società quotate in un mercato regolamentato, o di Emittenti con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, secondo i criteri di cui all'art. 2 *bis* del Regolamento Emittenti, Borsa Italiana S.p.A. può derogare a quanto previsto dal precedente comma 2 del predetto Regolamento.

### ***3.2 Interventi e procedure preliminari alla quotazione***

La fase preliminare all'IPO è caratterizzata dallo svolgimento, da parte della società quotanda, di una serie di operazioni e valutazioni dirette all'integrazione dei presupposti necessari alla quotazione, che si apre con il lancio dell'operazione da parte del Consiglio di Amministrazione della società per terminare con la predisposizione di tutta la documentazione da presentare all'esterno onde avviare la procedura di quotazione vera e propria, nella fase di IPO.

I vari momenti in cui tale fase si snoda possono così sintetizzarsi.

#### **3.2.1 Fase preliminare**

La decisione di intraprendere la strada della quotazione parte normalmente dalla presentazione da parte del *management* della società quotanda al Consiglio di Amministrazione del progetto di quotazione, corredato da apposito studio di fattibilità. Una volta che il Consiglio abbia deliberato sulla richiesta di ammissione a quotazione, si procede alla convocazione della Assemblea ordinaria, o, se previsto un aumento di capitale, straordinaria.

Successivamente, la società opera il cosiddetto *beauty contest*, ossia il processo finalizzato alla scelta dei consulenti chiamati ad assistere la società nel corso dello svolgimento del procedimento di quotazione, ed al termine del quale si procede alla nomina dello *sponsor* (o del *listing partner* per il mercato Expandi), degli studi legali e fiscali, delle società di revisione e degli altri consulenti. Si tratta di una fase che richiede particolare attenzione da parte della società quotanda, che dovrà tenere conto, nell'operare tale scelta, sia dei fattori oggettivi, legati ad esperienza e competenza del consulente rispetto al costo, sia soggettivi, in termini di fiducia e spirito collaborativo nella relazione con il management e gli attuali consulenti della società stessa. Particolare importanza riveste la scelta dello *sponsor* (o del *listing partner* per il mercato Expandi), in quanto, come si è visto, figura centrale del processo di quotazione.

Avvenuta la nomina dei consulenti, si procede alla riunione di lancio dell'operazione, occasione nella quale il management della società si incontra, per la

prima volta, con tutti i consulenti incaricati, e si procede all'assegnazione delle rispettive responsabilità e alla pianificazione dei tempi e dei passaggi della procedura.

### 3.2.2 Due diligence e predisposizione della documentazione

Successivamente, occorre procedere alla effettuazione della c.d. attività di *due diligence* sulla società quotando e sul suo gruppo che consiste in un complesso di attività, condotte dai consulenti coinvolti nella redazione del prospetto informativo<sup>5</sup>, dirette all'analisi approfondita della società sotto vari profili, ivi incluso il profilo legale, economico, di business e finanziario, al fine di verificare la fattibilità della quotazione ed assumere tutte le informazioni necessarie ai fini della redazione del Prospetto Informativo stesso.

Si tratta di una procedura molto complessa che vede coinvolti *in primis* i consulenti legali e fiscali e la società di revisione e che richiede alla struttura amministrativa ed al management della società quotando un notevole impegno e collaborazione fine di agevolare la ricerca ed il reperimento delle informazioni necessarie.

In questa fase si procede anche alla stesura del Prospetto Informativo, documento ufficiale di sollecitazione del pubblico risparmio, la cui redazione è resa obbligatoria dall'art. 113 del TUF e il cui contenuto è regolato dall'art. 94, comma 2 del TUF, e che viene redatto, secondo gli schemi predisposti da Consob, dallo *sponsor* insieme con i consulenti legali e fiscali e con il *management* della società quotanda. Nel Prospetto Informativo vengono riportati i dati raccolti sulla base delle analisi svolte nel corso della *due diligence* relativi alla condizione economico finanziaria della società, relativi alla posizione della società rispetto alla concorrenza, al management, ad obiettivi e strategie della società stessa. Vengono inoltre analizzati ulteriori fattori quali: forza lavoro, fornitori, clienti, creditori, e contratti, nonché strumenti finanziari, parti correlate ed operazioni poste in essere con le stesse. Il Prospetto Informativo è finalizzato infatti a garantire la più ampia informativa e trasparenza rispetto al mercato.

---

<sup>5</sup> Sul contenuto del prospetto si veda più ampiamente *infra*, cap. 4, par. 2.

### ***3.3 Aspetti di natura fiscale***

#### **3.3.1 Forme d'incentivazione fiscale**

L'ammissione delle azioni alla quotazione in un mercato regolamentato in passato ha dato luogo a taluni benefici di natura fiscale, come ad esempio ai fini della DIT (ora abrogata). In seguito, con la manovra meglio nota come "Tecno-Tremonti" (d.l. 30 settembre 2003 n. 269) sono state introdotte talune incentivazioni fiscali per le società le cui azioni fossero state ammesse alla quotazione in un mercato regolamentato dell'UE.

Tali incentivi, in sintesi, consistevano:

- in aggiunta alle ordinarie deduzioni dal reddito d'impresa, di un'ulteriore deduzione dell'importo delle spese sostenute nel 2004 per l'ammissione alla quotazione in un mercato regolamentato di uno Stato membro dell'Unione europea (art. 1, comma 1, lett. d), d.l. 269/2003);
- nella riduzione per tre periodi d'imposta dell'aliquota IRES al 20% (c.d. "premio di quotazione") - fino a concorrenza di un ammontare di reddito complessivo netto dichiarato non superiore a 30 milioni di euro - per le società le cui azioni sono ammesse alla quotazione in un mercato regolamentato di uno Stato membro dell'Unione europea fino al 31 dicembre 2004 (art. 11, d.l. 269/2003).

La Commissione europea, il 16 marzo 2005, con Decisione n. 2006/261/CE (Gazz. Uff. UE n. L 94 del 1° aprile 2006), ha tuttavia giudicato come "aiuti di Stato selettivi" tali misure (e quindi ritenuto che siano in violazione dell'art. 87 del Trattato UE). Pertanto, le società che hanno beneficiato di tali forme di incentivo potrebbero essere tenute alla restituzione delle minori imposte versate.

Inoltre, la Commissione europea ha ritenuto (Decisione IP/05/1103 del 7 settembre 2005) che anche il regime di favore accordato agli OICR c.d. "small cap", specializzati in società quotate di piccola e media capitalizzazione (imposta sostitutiva ridotta al 5% in luogo dell'aliquota ordinaria del 12,50%) costituisca "aiuto di stato" ai sensi dell'art. 87 del Trattato UE.

Ciò detto, allo stato, non esistono particolari incentivazioni di natura fiscale per le società le cui azioni sono negoziate in mercati regolamentati, eccetto alcune conseguenze di natura fiscale “a regime” (e non in contrasto con la normativa comunitaria), vale a dire, principalmente:

- l’obbligo della redazione del bilancio consolidato (a partire dal 2005) e del bilancio d’esercizio (a partire dal 2006, tranne per le imprese di assicurazione che redigono il bilancio consolidato) secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS (art. 2 e segg., d.lgs. 38/2005);
- la presunzione assoluta di commercialità ai fini della participation exemption (art. 87, lett. d) d.p.r. 917/86);
- l’applicazione della participation exemption alle plusvalenze realizzate mediante offerte pubbliche di vendita, indipendentemente dal verificarsi del requisito di commercialità cui alla predetta lettera d);
- la riduzione al 2% e al 5%, rispettivamente, delle soglie relative alla percentuale di diritti di voto e di partecipazione al capitale o patrimonio per la “qualificazione” o meno delle partecipazioni ai fini dell’imposta sui capital gains (art. 67, d.p.r. 917/1986);
- la riduzione al 12,5% (in luogo del 27%) della ritenuta sui dividendi corrisposti a soggetti non residenti in relazione alle azioni di risparmio (art. 27, comma 3, d.p.r. 600/73);
- la qualifica di “grande emittente” ai fini dell’imposta sostitutiva del 12,50% sugli interessi delle obbligazioni e titoli similari aventi scadenza pari o superiore a 18 mesi e del correlato regime d’esenzione per i sottoscrittori non residenti “white list” (d.lgs. n. 239/1996);
- l’esenzione per tutti i soggetti non residenti in Italia sui capital gains relativi a partecipazioni non qualificate in società residenti, negoziate in mercati regolamentati (art. 23, d.p.r. 917/1986);
- la possibilità di opzione per il consolidato mondiale (art. 130 e segg. d.p.r. 917/1986);
- l’inapplicabilità della normativa sulle società non operative (art. 30, l. n. 724/1994);

- l'esenzione dalla tassa sui contratti di borsa della maggior parte delle operazioni aventi per oggetto azioni negoziate in mercati regolamentati, oltre alle operazioni di offerta pubblica di vendita finalizzata alla quotazione in mercati regolamentati (art. 1, d.lgs. 435/97).

### 3.3.2 Trattamento fiscale dei costi di quotazione

Ai fini delle imposte dirette, i costi di quotazione, rilevati secondo gli IAS/IFRS, rappresentano costi d'esercizio, e quindi deducibili nell'esercizio in cui sono sostenuti e se dotati del requisito dell'inerenza (art. 109, comma 5, d.p.r. 917/86). La sussistenza di tale ultimo requisito deve essere oggetto di attenta valutazione in caso di operazioni di OPV/OPVS, per le quali alcuni oneri sono sostenuti a beneficio dei soci e non della società.

D'altra parte, si ricorda che per effetto delle modifiche al d.p.r. n. 917/1986 apportate del D. Lgs. n. 38/2005 (c.d. "decreto IAS" ) l'art. 108, comma 3, d.p.r. 917/1986 prevede ora che, ai fini fiscali, gli oneri pluriennali non capitalizzabili per effetto dell'adozione degli IAS/IFRS sono deducibili in cinque esercizi.

Sul punto, il Principio Contabile CNDCR n. 24 (Immobilizzazioni immateriali) menziona fra i costi di ampliamento anche gli oneri sostenuti per l'ammissione alla quotazione in borsa. Tali oneri sarebbero quindi capitalizzabili con il consenso del Collegio Sindacale e quindi deducibili in ragione della quota imputabile a ciascun esercizio.

Tali costi, in quanto non più capitalizzabili ai sensi dello IAS n. 38 (attività immateriali) dovrebbero quindi essere annoverabili tra quelli deducibili in cinque esercizi (in tal senso si è anche pronunciata l'ABI, nella Circolare – serie Tributaria – n. 3 del 21 febbraio 2006).

In conclusione, per effetto dell'adozione degli IAS/IFRS, gli oneri di quotazione dovrebbero essere deducibili secondo le seguenti regole:

- quelli sostenuti nel precipuo interesse dei soci (in caso di OPV e, talvolta, di OPVS) saranno indeducibili se ed in quanto privi del requisito

dell'inerenza (da verificare caso per caso, ai sensi dell'art. 109, comma 5, d.p.r. 917/1986);

- quelli astrattamente capitalizzabili ai sensi del Principio Contabile n. 24 saranno deducibili in cinque esercizi (per effetto del rinvio dell'art. 108, comma 3, d.p.r. 917/1986);
- gli altri costi saranno deducibili nell'esercizio di competenza secondo le regole ordinarie.

\*

Ai fini Iva, si ricorda che le operazioni relative alle azioni (cessione ed emissione) sono di regola operazioni esenti o non soggette ad imposta (art. 10, d.p.r. 633/72), con conseguente potenziale limitazione alla detrazione ai sensi degli art. 19 e seg. del d.p.r. 633/72.

Tuttavia, un'importante sentenza della Corte di Giustizia CEE (Sent. del 26 maggio 2005, causa C-465/03), condivisa in dottrina, ha riconosciuto la detraibilità dell'Iva assolta dalla società emittente sulle operazioni imponibili che presentino un nesso immediato e diretto con l'operazione di emissione dei titoli azionari. Ciò in quanto tali costi rientrano nel novero delle "spese generali" e sono quindi elementi costitutivi del prezzo della generalità dei prodotti/servizi dell'impresa emittente, con l'effetto che il regime di detraibilità dipenderà dall'imponibilità Iva dell'insieme dell'attività dell'emittente (c.d. pro-rata generale).

#### **4. IL PROCESSO DI QUOTAZIONE: FASE DI IPO**

Conclusa la prima fase del procedimento, destinata all'attività preparatoria (delibere e attività necessarie a soddisfare i requisiti richiesti, nomina dei consulenti, *due diligence*), viene avviata la fase esecutiva del processo, che consiste, (i) nella predisposizione della documentazione da presentare a Borsa Italiana e Consob a corredo della domanda di ammissione a quotazione e nella relativa istruttoria, (ii) nella attività di *marketing* che precede il collocamento, allo scopo di suscitare l'interesse verso il titolo e concorrere alla determinazione del prezzo e (iii) nella fase di conclusione del processo, nella quale ha luogo il *bookbuilding*, la fissazione del prezzo definitivo, il collocamento ed eventuale sollecitazione e l'avvio delle negoziazioni.

L'attività svolta in tale fasi è puntualmente regolata dal TUF e dal Regolamento Emittenti, oltre che dal Regolamento di Borsa e relative Istruzioni.

##### ***4.1 Il procedimento innanzi a Borsa Italiana S.p.A.. La domanda di ammissione a quotazione***

###### ***4.1.1. Presentazione a Borsa Italiana S.p.A. della domanda di ammissione a quotazione***

Contestualmente agli adempimenti connessi alla procedura di sollecitazione all'investimento degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta da svolgersi con Consob, l'Emittente presenta domanda di ammissione alla quotazione a Borsa Italiana, società di gestione dei mercati, che dovrà accertare la sussistenza di tutte le condizioni ed i requisiti richiesti dalla normativa di riferimento.

La domanda, sottoscritta dal legale rappresentante dell'Emittente o dal soggetto munito dei necessari poteri, redatta in duplice copia secondo l'apposito modello riportato nelle Istruzioni al Regolamento di Borsa<sup>6</sup>, deve essere inoltrata a Borsa Italiana dall'Emittente, previa delibera dell'organo competente, e deve indicare la

---

<sup>6</sup> Vedi allegato n. 1

documentazione prodotta in allegato, anch'essa espressamente indicata nelle predette Istruzioni<sup>7</sup>.

La domanda deve riferirsi a tutti gli strumenti finanziari facenti parte della stessa emissione. L'Emittente deve precisare se analoga domanda è stata presentata in un altro mercato regolamentato o se lo sarà nel termine di dodici mesi.

#### 4.1.2 Istruttoria di Borsa Italiana S.p.A.

Entro due mesi dal giorno in cui è stata completata la documentazione da allegare alla domanda, Borsa Italiana delibera e comunica all'Emittente l'ammissione o il rigetto della domanda, dandone contestuale comunicazione a Consob. Con il provvedimento di ammissione viene altresì stabilito il comparto nel quale verrà negoziato lo strumento finanziario, nonché il quantitativo minimo di negoziazione, ove previsto.

Il termine di due mesi può essere interrotto da Borsa Italiana con propria comunicazione, per una sola volta, qualora l'Emittente non fornisca, nei tempi fissati da Borsa Italiana, le ulteriori informazioni e i dati richiesti. In questo caso, a partire dalla data del ricevimento della relativa documentazione, decorre nuovamente il termine di due mesi per l'ammissione o il rigetto della domanda.

Entro cinque giorni dal ricevimento della comunicazione di ammissione alla quotazione da parte di Borsa Italiana, Consob può:

- vietare l'esecuzione della decisione di ammissione degli strumenti finanziari e degli operatori dalle negoziazioni se, sulla base degli elementi informativi in suo possesso, ritiene la decisione contraria alle finalità di cui all'art. 74, comma 1, del TUF (trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela degli investitori);
- chiedere a Borsa Italiana tutte le informazioni che ritenga utili ai fini dell'esercizio del potere di veto di cui al precedente punto;
- chiedere a Borsa Italiana l'esclusione o la sospensione degli strumenti finanziari e degli operatori dalle negoziazioni.

---

<sup>7</sup> Cfr. Titolo IA.1A.1 delle Istruzioni al Regolamento di Borsa: "Documentazione da allegare alla domanda di ammissione alle negoziazioni nel mercato Expandi".

L'efficacia del provvedimento di ammissione ha validità di sei mesi ed è in ogni caso subordinata al deposito del prospetto di quotazione presso Consob.

L'ammissione si perfeziona allorché Borsa Italiana, accertata la messa a disposizione del pubblico del prospetto informativo, stabilisce la data di inizio delle negoziazioni e il segmento di mercato nel quale verrà negoziato lo strumento finanziario e ne informa il pubblico mediante proprio Avviso, trasmesso anche ad almeno due agenzie di stampa.

Borsa Italiana deve essere tempestivamente informata di ogni fatto nuovo, suscettibile di influenzare in modo significativo la valutazione degli strumenti finanziari, che si verifichi nel periodo intercorrente tra la data del provvedimento di ammissione e la data di inizio delle negoziazioni. Borsa Italiana, valutati tali fatti e qualora lo richieda la tutela degli investitori, potrà procedere alla revoca del proprio provvedimento.

4.1.3 Procedura di ammissione alla quotazione in caso di concomitante offerta finalizzata alla diffusione di strumenti finanziari. Istruttoria della Borsa Italiana S.p.A.

La domanda di ammissione può essere presentata a Borsa Italiana anche prima che sia effettuata un'offerta di vendita e/o di sottoscrizione finalizzata alla diffusione degli strumenti finanziari. In tal caso è richiesto che:

- l'Emittente o lo sponsor comunichi a Borsa Italiana il consuntivo dei risultati dell'offerta entro il giorno di borsa aperta successivo alla data fissata per la chiusura, anche anticipata, dell'offerta medesima;
- gli strumenti finanziari siano assegnati agli aventi diritto entro la data fissata per il relativo pagamento, da stabilirsi non oltre il quinto giorno di borsa aperta successivo a quello di chiusura dell'offerta.

Entro due mesi dal giorno in cui è stata completata la documentazione da allegare alla domanda, Borsa Italiana delibera e comunica all'Emittente l'ammissione o il rigetto della domanda, dandone contestuale comunicazione a Consob. Con il provvedimento di ammissione viene altresì stabilito il comparto nel quale verrà negoziato lo strumento finanziario, nonché il quantitativo minimo di negoziazione, ove previsto.

Il termine di due mesi può essere interrotto da Borsa Italiana con propria comunicazione, per una sola volta, qualora l'Emittente non fornisca nei tempi fissati da Borsa Italiana le ulteriori informazioni e i dati richiesti. In questo caso, a partire dalla data del ricevimento della relativa comunicazione, decorre nuovamente il termine di due mesi per l'ammissione o il rigetto della domanda.

L'efficacia del provvedimento di ammissione ha validità di sei mesi ed è in ogni caso subordinata al deposito del prospetto di offerta al pubblico e di quotazione presso Consob.

L'Emittente informa il pubblico del provvedimento di ammissione nell'ambito dell'avviso da pubblicare ai fini dell'offerta.

L'ammissione si perfeziona allorché Borsa Italiana, a offerta conclusa e verificata la sufficiente diffusione degli strumenti finanziari, stabilisce la data di inizio delle negoziazioni - che cadrà di norma non oltre il giorno di pagamento di cui al primo comma - e il segmento di mercato nel quale verrà negoziato lo strumento finanziario e ne informa il pubblico mediante proprio Avviso, trasmesso anche ad almeno due agenzie di stampa. I contratti conclusi prima del giorno di pagamento sono condizionati alla positiva conclusione dell'offerta nel giorno di pagamento della stessa.

Borsa Italiana S.p.A. deve essere tempestivamente informata di ogni fatto nuovo, suscettibile di influenzare in modo significativo la valutazione degli strumenti finanziari, che si verifichi nel periodo intercorrente tra la data del provvedimento di ammissione e la data di inizio delle negoziazioni. Borsa Italiana, valutati tali fatti e qualora lo richieda la tutela degli investitori, potrà procedere alla revoca del proprio provvedimento.

#### 4.1.4 Casi in cui Borsa Italiana S.p.A. può respingere la domanda di ammissione alle negoziazioni sul mercato Expandi

Borsa Italiana, sulla base della documentazione ricevuta e delle informazioni di pubblico dominio, può respingere la domanda di ammissione alle negoziazioni nel mercato Expandi se:

- le caratteristiche dello strumento finanziario siano tali da far ritenere che non possa aver luogo la formazione di un mercato regolare;

- avendo altri strumenti finanziari già ammessi alle negoziazioni, l'Emittente non adempie agli obblighi derivanti dalla ammissione;
- vi siano dati e fatti idonei a pregiudicare gravemente la situazione e l'andamento della gestione dell'Emittente. A tal fine, Borsa Italiana farà principalmente riferimento all'esistenza di rilevanti controversie o procedimenti giudiziari, anche in sede penale, alla pendenza di rilevanti accertamenti fiscali e/o previdenziali;
- la situazione dell'Emittente, al momento dell'ammissione a quotazione della società, sia tale da rendere l'ammissione contraria all'interesse degli investitori: a tal fine, Borsa Italiana farà principalmente riferimento alla presenza di gravi squilibri nella struttura finanziaria. A titolo esemplificativo valuta:
  - la composizione delle voci degli indicatori e come sono stati soddisfatti gli indicatori; in particolare se la posizione finanziaria netta è stata influenzata da operazioni di rinuncia a crediti da parte di terzi o da aumenti di capitale/versamenti a fondo perduto;
  - l'esistenza di pattuizioni di condizioni atipiche e/o inusuali nell'incasso di crediti o nel pagamento di debiti di natura commerciale.

Borsa Italiana può subordinare l'ammissione alle negoziazioni nel mercato Expandi a qualsiasi condizione particolare che ritenga opportuna e che sia esplicitamente comunicata al richiedente.

## ***4.2 Il procedimento innanzi a Consob. Il prospetto di quotazione***

### ***4.2.1 Il prospetto di quotazione***

Ai sensi dell'art. 113 del TUF, l'Emittente, prima della data stabilita per l'inizio delle negoziazioni degli strumenti finanziari in un mercato regolamentato, deve pubblicare un prospetto (di quotazione) contenente le informazioni indicate nell'articolo 94, comma 2 del TUF (prospetto di sollecitazione all'investimento). A tal fine,

l'Emittente o la persona che chiede l'ammissione alle negoziazioni su un mercato regolamentato trasmette a Consob domanda di autorizzazione alla pubblicazione del prospetto, sottoscritta dal legale rappresentante e corredata del prospetto medesimo e degli altri documenti indicati nell'Allegato II del Regolamento Emittenti.

Con il prospetto di quotazione devono essere fornite al pubblico determinate informazioni, individuate dalla legge in generale e specificate da Consob. La pubblicazione del prospetto rappresenta una condizione per il completamento della procedura di ammissione a quotazione e costituisce uno strumento informativo che deve essere messo a disposizione per la tutela dei potenziali investitori nella fase iniziale dell'offerta al pubblico (IPO).

Il prospetto di quotazione è redatto in conformità alle previsioni del Regolamento n. 809/2004/CE ed agli schemi al medesimo allegati, recepiti da Consob con delibera del 29 Novembre 2005. In virtù del principio del "passaporto unico" sono state eliminate le procedure per ottenere il riconoscimento dei prospetti, consistenti nella richiesta di un avallo regolamentare del medesimo, e pertanto il prospetto, dovunque emesso nell'Unione Europea, può circolare anche in altri Paesi membri secondo il principio del mutuo riconoscimento automatico.

Il prospetto può essere costituito da un unico documento o da più documenti distinti, in tal caso conterrà un documento, detto "di registrazione", una nota informativa sugli strumenti finanziari e una nota di sintesi.

Nel caso in cui si intenda procedere alla sollecitazione relativamente agli strumenti finanziari oggetto di quotazione, il prospetto di quotazione dovrà contenere anche gli elementi che Consob richiede per i prospetti di sollecitazione, in particolare le indicazioni relative al prezzo e alle modalità di determinazione del medesimo.

Quando la quotazione riguarda strumenti diversi dai titoli di capitale che siano emessi nel quadro di un "programma di offerta", il prospetto può consistere in un prospetto di base, che conterrà tutti gli elementi relativi all'Emittente e agli strumenti finanziari oggetto della offerta/quotazione ed in una serie di supplementi in occasione di ogni emissione che comporti anche sollecitazione.

#### 4.2.2 L'istruttoria di Consob

L'istruttoria di Consob sul prospetto si svolge entro venti giorni lavorativi dalla data in cui Borsa Italiana comunica l'ammissione della società alla quotazione. Il termine di venti giorni si riferisce all'ipotesi in cui la società che chiede l'ammissione alla quotazione non abbia altri strumenti finanziari già quotati o comunque diffusi tra il pubblico.

Il termine di 20 giorni si riduce invece a dieci nel caso in cui l'Emittente abbia altri strumenti finanziari già quotati o diffusi, o abbia già effettuato offerte al pubblico.

Qualora Consob ritenga necessario acquisire documenti o informazioni supplementari, ne farà richiesta nei termini sopra visti; l'Emittente avrà trenta giorni di tempo per consegnare quanto richiesto e i termini per l'istruttoria decorreranno dal momento della consegna della documentazione supplementare.

#### 4.2.3 La pubblicazione del prospetto e gli obblighi di aggiornamento

La pubblicazione del prospetto avviene prima della data fissata per l'ammissione a quotazione.

Qualora non sia stato possibile inserire nel prospetto tutti i dati, particolarmente quelli relativi al prezzo e alla quantità di strumenti oggetto di offerta, è possibile pubblicare avvisi integrativi.

Ai sensi dell'art. 56 del Regolamento Emittenti, prima dell'inizio delle negoziazioni o, nel caso di un'offerta al pubblico di azioni che devono essere ammesse alla negoziazione, sei giorni lavorativi prima della chiusura dell'offerta, il prospetto è reso pubblico mediante deposito presso Consob dell'originale e di una copia riprodotta su supporto informatico, nonché messo a disposizione del pubblico alternativamente:

- mediante inserimento in uno o più giornali a diffusione nazionale o a larga diffusione;
- in forma stampata e gratuitamente, nella sede del mercato in cui gli strumenti finanziari sono ammessi a negoziazione o nella sede legale dell'Emittente e presso gli uffici degli intermediari incaricati del collocamento, compresi i soggetti che operano per conto di questi ultimi;

- in forma elettronica nel sito web dell'Emittente e nel sito degli intermediari che provvedono al collocamento degli strumenti finanziari, compresi gli organismi incaricati del servizio finanziario;
- in forma elettronica nel sito web del mercato regolamentato in cui è richiesta l'ammissione alla negoziazione.

Il prospetto ha una validità di dodici mesi, a partire dalla data della sua pubblicazione. La validità presuppone peraltro che il prospetto venga integrato tempestivamente ogni qual volta intervengano fatti nuovi o si accerti l'esistenza di errori materiali o inesattezze che possano influire sulla valutazione dello strumento finanziario oggetto di quotazione e che si verifichi o sia riscontrato tra il momento in cui è autorizzata la pubblicazione del prospetto e la data di inizio delle negoziazioni. In tali casi si provvede alla redazione di un supplemento al prospetto, soggetto anch'esso all'autorizzazione di Consob (da rilasciarsi entro sette giorni lavorativi). Il supplemento è pubblicato utilizzando almeno le stesse modalità adottate per il prospetto. Copia del supplemento pubblicato è trasmesso a Consob unitamente ad una sua riproduzione su supporto informatico.

E' previsto inoltre che, decorsi i primi dodici mesi, l'Emittente pubblichi un documento di aggiornamento delle informazioni e dei dati pubblicati nei dodici mesi precedenti; tale documento va depositato in Consob successivamente alla pubblicazione del bilancio di esercizio ed ha cadenza annua.

L'art. 57 del Regolamento disciplina i casi di esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto.

#### 4.2.4 Prospetto di quotazione e sollecitazione all'investimento

Con la domanda di autorizzazione alla pubblicazione del prospetto di quotazione può essere comunicato a Consob, ai sensi dell'art. 94, comma 1, del TUF, che si intende effettuare una sollecitazione relativa agli strumenti finanziari oggetto della domanda. In tal caso, il prospetto di quotazione, se contiene le informazioni riguardanti la sollecitazione, vale anche come prospetto informativo per la sollecitazione.

Dalla data della comunicazione di cui all'art. 94 del TUF e fino ad un anno dalla conclusione della sollecitazione, all'Emittente che effettui una sollecitazione finalizzata

alla quotazione in un mercato regolamentato si applicano, in relazione al mercato di quotazione, le disposizioni concernenti gli obblighi di informazioni a Consob previsti nei Capi III e V del Titolo II del Regolamento Emittenti.

### ***4.3 Il collocamento dei titoli sul mercato***

Esaurita la fase istruttoria e ottenuta (i) l'ammissione della società a quotazione da parte di Borsa Italiana e (ii) l'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo da parte di Consob, la società e i propri consulenti si dedicano all'attività necessaria al collocamento dei titoli sul mercato, nella quale assume particolare rilievo il *marketing* presso potenziali investitori, che ha lo scopo di sondare l'interesse del mercato per il titolo e conduce alla determinazione del prezzo di collocamento.

Questa attività può descriversi, in sintesi, come segue:

- Formazione del consorzio di collocamento;
- Pre-marketing e road show;
- Bookbuilding e fissazione del prezzo;
- Assegnazione dei titoli/Sollecitazione all'investimento;
- Stabilizzazione del titolo.

#### **4.3.1 Formazione del consorzio di collocamento**

Il *global coordinator* (che, come sopra ricordato, spesso riveste anche il ruolo di *advisor* della società) costituisce il consorzio di collocamento a cui è affidato il compito (i) di raccogliere le dichiarazioni di interesse sui titoli, (ii) di raccogliere gli ordini relativi ai titoli e (iii) di allocare gli strumenti finanziari tra i sottoscrittori una volta conclusa la fase di raccolta ordini.

Esistono tre diverse tipologie di consorzi:

- il sindacato di collocamento (facilita il collocamento senza assumere impegni precisi e percepisce una commissione di sportello);

- il consorzio di collocamento e garanzia (funge da garante del collocamento, eventualmente accollandosi pro quota i titoli non collocati presso il pubblico degli investitori);
- il consorzio di assunzione a fermo (sottoscrive direttamente l'emissione prima ancora di procedere al collocamento e incassa la differenza (spread) tra prezzo di sottoscrizione e prezzo di offerta al pubblico).

Nello svolgimento della attività di collocamento, ciascuno dei soggetti coinvolti esercita un ruolo; in particolare, il ruolo del *global coordinator* si svolge, nell'interesse del mercato, assumendo responsabilità per la società di fronte ad esso; l'*advisor* opera solo ed esclusivamente nell'interesse della società, fornendo servizi di consulenza per tutti gli aspetti legali, fiscali e strategici necessari per realizzare la quotazione; il *lead manager* dirige il consorzio di collocamento; mentre i *co-manager*, anch'essi membri del consorzio di collocamento, garantiscono eventualmente il collocamento dei titoli presso il pubblico.

#### 4.3.2 Il pre-marketing e il road show

Uno dei compiti del *global coordinator* è collocare la parte di titoli riservata agli investitori istituzionali, generalmente di importo maggiore di quella destinata al pubblico.

Questa fase dell'attività riveste particolare importanza perché concorre alla determinazione del prezzo di collocamento.

A tale riguardo, si procede ad una iniziale attività di *pre-marketing*, nella quale il *global coordinator* avvia contatti con investitori istituzionali, trasmettendo agli stessi una presentazione dell'operazione e chiedendo ai destinatari di manifestare il loro interesse verso il titolo, comunicando i quantitativi di titoli che sarebbero disposti ad acquistare ed i prezzi che sarebbero disposti a pagare. Questa attività preliminare conduce all'identificazione di una banda (*range*) di prezzo, che è influenzata anche dalla situazione del mercato, dalla presentazione dell'operazione, dalle ricerche pubblicate dalle altre banche (che contengono valutazioni indipendenti dell'operazione).

Ad esito di questi contatti il *global coordinator*, insieme alla società e agli azionisti della stessa, è in grado di determinare con maggiore precisione il *range* di prezzo per il collocamento e il prezzo massimo. Questa forbice di prezzo sarà naturalmente influenzata da altri fattori, quali i risultati recenti della società, le sue prospettive di sviluppo, il metodo di valutazione della società, le aspettative degli azionisti, gli opposti interessi dei vari soggetti coinvolti (il *global coordinator*, da un lato, e i *manager*, dall'altro, cercheranno di mantenere basso il prezzo di collocamento, il primo per rendere maggiormente conveniente l'adesione al consorzio di collocamento, i secondi per accrescere la convenienza dell'offerta) la presenza di altre emissioni nello stesso periodo, la situazione generale della borsa, del settore in cui opera l'Emittente, etc..

Successivamente alla determinazione del *range* di prezzo, si dà inizio al “*road-show*”, cioè alla presentazione vera e propria della società agli investitori istituzionali, agli esperti e alla stampa di settore. Le presentazioni si svolgono durante incontri, sia pubblici che privati, in Italia o all'estero, che prevedono anche il coinvolgimento del *management* della società.

#### 4.3.3 Il bookbuilding e la fissazione del prezzo

A seguito del *road-show*, il *global coordinator* raccoglie gli ordini e le manifestazioni di interesse all'acquisto e, sulla base di questi elementi, può giungere ad una determinazione ancora più precisa del prezzo di collocamento del titolo, che sarà applicato anche all'offerta al pubblico.

Riassumendo, la determinazione del prezzo di collocamento è il risultato di quattro fasi distinte:

- una fase di *pre-marketing* per sondare l'interesse sul titolo da parte di investitori istituzionali e giungere alla determinazione della “forbice” (*range*) di prezzo iniziale proposta dal CDA sulla base della valutazione della società secondo i metodi finanziari e dei multipli di mercato;

- la fase di *road show*, consistente nella presentazione della società agli investitori, al fine di conoscere l'interesse per il titolo, il quantitativo da acquistare e il prezzo che gli investitori sarebbero disposti a pagare;
- la fase di raccolta degli ordini presso gli incaricati del collocamento (*bookbuilding*) che restringe ulteriormente la banda di prezzo sulla base delle aspettative dei soggetti interessati;
- la fissazione del prezzo di collocamento in base alle risultanze del *bookbuilding*.

#### 4.3.4 Assegnazione dei titoli e sollecitazione all'investimento (OPV-OPS)

Si procede ad assegnare i titoli ai membri del consorzio di collocamento, secondo i criteri di ripartizione predeterminati all'atto della costituzione del consorzio.

Nel caso sia prevista la sollecitazione al pubblico, i membri del consorzio procedono poi all'offerta, che sarà di vendita (OPV) in caso siano offerti titoli già precedentemente emessi, o di sottoscrizione (OPS), nel caso siano offerti titoli di nuova emissione.

La durata dell'offerta al pubblico è, generalmente, compresa tra un minimo di due e un massimo di quattro giorni. Alla chiusura della stessa si effettua il pagamento e la consegna dei titoli, tramite il deposito presso Monte Titoli. Come evidenziato più sopra al paragrafo 4.2, l'offerta al pubblico, in quanto sollecitazione all'investimento, deve essere condotta nel rispetto delle norme previste dal TUF e relativi regolamenti di attuazione, che prevedono la consegna al pubblico del prospetto informativo il cui contenuto sia stato preventivamente approvato da Consob; pertanto il prospetto di quotazione dovrà contenere anche gli elementi richiesti da Consob ai fini della sollecitazione, in particolare i dati relativi al prezzo e alle modalità di determinazione dello stesso.

Nei cinque giorni successivi alla conclusione del periodo di adesione, il responsabile del collocamento pubblica i risultati della stessa, con le stesse modalità utilizzate per il prospetto. Copia del relativo avviso è trasmessa a Consob e Borsa Italiana. Il consuntivo dei risultati dell'offerta viene comunicato dall'Emittente (o dallo

*sponsor*) entro il giorno di borsa aperta successivo alla data fissata per la chiusura della stessa.

#### 4.3.5 Inizio negoziazioni e Stabilizzazione

Il procedimento di quotazione si conclude con l'inizio delle negoziazioni ufficiali nel comparto o segmento prescelto. L'inizio delle negoziazioni rileva anche ai fini della determinazione del prezzo di mercato.

Nei 30 giorni successivi a quello di inizio delle negoziazioni ufficiali (periodo di stabilizzazione del titolo), il consorzio di collocamento può intervenire sul mercato a sostegno del titolo.

L'attività di stabilizzazione è esentata dall'applicazione delle disposizioni in materia di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione di mercato, a condizioni che sia data comunicazione al pubblico di talune informazioni sulla medesima.

#### 4.3.6 Obblighi di comportamento e di comunicazione

Nello svolgimento delle attività sopra descritte, che hanno un peso rilevante nel buon successo del collocamento del titolo e nella determinazione del prezzo, è necessario garantire il rispetto, da parte dei soggetti coinvolti, di regole di correttezza.

In particolare, l'Emittente e i collocatori, nonché i soggetti controllanti o collegati, devono attenersi a principi di “*correttezza, trasparenza e parità di trattamento dei destinatari della sollecitazione*” astenendosi dalla diffusione di notizie “*non coerenti con il prospetto informativo o idonee ad influenzare l'andamento delle adesioni*”.

Per permettere l'attività di *pre-marketing*, antecedente il collocamento dei titoli, l'Emittente e i responsabili del collocamento possono diffondere notizie, svolgere indagini di mercato e raccogliere intenzioni di acquisto, a condizione che rispettino talune regole fissate nel Regolamento Emittenti emanato da Consob; in particolare le informazioni fornite devono riguardare fatti già resi pubblici in ottemperanza alle norme vigenti, la documentazione fornita deve essere trasmessa in copia a Consob, deve farsi riferimento alla successiva pubblicazione del prospetto e ai luoghi ove lo stesso sarà

reperibile, deve essere precisato che le intenzioni di acquisto non costituiscono proposte di acquisto.

Inoltre, ogni annuncio pubblicitario diffuso nel contesto della quotazione deve essere redatto in modo da essere “*chiaramente riconoscibile in quanto tale*”; inoltre non deve indurre in errore sulle caratteristiche, la natura e i rischi degli strumenti oggetto di offerta e il relativo investimento. Gli annunci pubblicitari contengono l’avvertenza “Prima dell’adesione leggere il prospetto informativo” e deve indicare i luoghi e le modalità con cui è possibile ottenere o consultare il prospetto.

Dal momento dell’invio della domanda di ammissione a quotazione, la società è tenuta al rispetto delle norme del TUF in tema di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione di mercato.

A tale riguardo, nonostante non sia espressamente previsto dalla legge che una società per la quale sia stata presentata domanda di ammissione a quotazione debba istituire il registro delle persone che hanno accesso ad informazioni privilegiate, Consob ne raccomanda comunque la predisposizione fin dalla data di formulazione della domanda di ammissione, tenuto conto della rilevante importanza che detto registro può avere ai fini di una gestione regolare dell’informazione.

Infine, gli obblighi di comunicazione al pubblico di informazioni c.d. “privilegiate” previsti dall’art. 114 del TUF si applicano anche alle società per le quali sia stata presentata domanda di ammissione a quotazione.

## **5. IL PROCESSO DI QUOTAZIONE: FASE DI POST – IPO**

### **5.1 Introduzione: gli obblighi di una società quotata**

Una volta concluso il processo di quotazione, l'Emittente deve conformarsi ad un insieme di regole e comportamenti che mirano a garantire la correttezza dell'andamento del titolo.

Il rispetto di queste regole e comportamenti accresce infatti la trasparenza e il controllo sulle attività della società da parte degli azionisti di minoranza e del pubblico in generale.

A questo riguardo, l'Emittente sarà tenuta (i) ad adottare modelli di gestione e comportamento (c.d. *corporate governance*) e (ii) a rispettare taluni obblighi di informativa nei confronti del pubblico.

### **5.2 La corporate governance**

La *corporate governance* è l'insieme dei processi istituiti dalla società per un'efficiente e corretta direzione dell'azienda e controllo della stessa, conformemente a principi di etica, responsabilità e impegno, con lo scopo di garantire un trattamento equo a tutti gli azionisti, chiarezza e trasparenza dei ruoli e delle responsabilità del *management*.

Borsa Italiana ha promosso tra le società quotate e i soggetti interessati (inclusi gli investitori istituzionali) la costituzione di un comitato per la *corporate governance* che ha redatto un Codice di Autodisciplina, che rappresenta “*un modello di organizzazione societaria adeguato a gestire il corretto controllo dei rischi d'impresa e i potenziali conflitti di interesse, che sempre possono interferire nei rapporti tra amministratori e azionisti e tra maggioranze e minoranze*”.

L'adesione al Codice, che negli anni è stato aggiornato in base a nuove esigenze, derivanti da una accresciuta consapevolezza e maturità degli interessati, dall'evoluzione della c.d. *best practice* e dalle modifiche normative e regolamentari, resta volontaria da parte di ciascun Emittente, anche se è divenuto obbligatorio informare annualmente il

mercato, con una apposita relazione, sulla propria adesione al Codice, descrivendo quali raccomandazioni dello stesso siano applicate e quali no, e in tal caso quali ne siano i motivi. L'inosservanza è punita con sanzione amministrativa pecuniaria<sup>8</sup>.

Il Codice contiene una serie di Articoli, destinati principalmente:

- al ruolo e alla composizione del Consiglio di Amministrazione, che è l'organo responsabile della scelta e del perseguimento degli obiettivi della società, e dei cui membri va garantita l'indipendenza di giudizio, evitando concentrazioni di cariche e attribuendo sempre maggiore attenzione al ruolo degli amministratori indipendenti, il cui ruolo si rivela fondamentale particolarmente nelle società con proprietà concentrata, ove gli amministratori indipendenti dovrebbero garantire la propria autonomia dagli azionisti di controllo;
- al trattamento delle informazioni societarie, per le quali deve essere garantita la riservatezza, una gestione corretta e modalità di divulgazione all'esterno in conformità alle norme;
- all'istituzione di comitati interni al Consiglio di Amministrazione, al fine di garantire maggiore efficienza all'attività del Consiglio; si raccomanda l'istituzione di un comitato per la remunerazione, di un comitato per il controllo interno e per le nomine;
- alla nomina degli amministratori (che deve avvenire con le procedure più trasparenti possibili anche grazie alla costituzione di un comitato per le nomine, costituito per lo più da amministratori indipendenti);
- alla remunerazione dei consiglieri, che deve essere sufficiente a motivare l'attività dei consiglieri a favore dell'Emittente, e, per quelli esecutivi, va anche ancorata all'obiettivo della creazione di valore per l'azienda in un orizzonte temporale di medio periodo, fissandone obiettivi e criteri di valutazione;
- al sistema di controllo interno, che consente di meglio misurare, gestire e monitorare i rischi e garantisce la salvaguardia del patrimonio sociale,

---

<sup>8</sup> Sul punto si veda anche *supra*, cap. 1.

l'affidabilità delle informazioni finanziarie e il rispetto delle normative applicabili;

- alla disciplina degli interessi degli amministratori e delle operazioni con parti correlate, al fine di garantire la correttezza, sia nella sostanza che nella procedura, di dette operazioni;
- ai sindaci, al fine di garantirne l'effettiva autonomia;
- ai rapporti con gli azionisti, ai quali devono essere fornite con tempestività le informazioni che possano essere rilevanti ai fini di un corretto esercizio dei propri diritti di socio; e
- ai sistemi di amministrazione e controllo nei sistemi dualistico e monistico, fornendo criteri di adattamento dei principi sopra esaminati.

Per ciascuno degli Articoli, il Codice evidenzia i principi ispiratori e taluni criteri applicativi, oltre ad un commento, che contiene una serie di indicazioni di cui le società dovrebbero comunque tener conto.

### ***5.3 Gli obblighi informativi***

La società quotata deve mettere a disposizione del pubblico una serie di informazioni relative alla vita della società, che sarà tanto più efficace quanto più sia resa con correttezza e trasparenza. In relazione ai contenuti dell'informazione, occorre distinguere tra:

- comunicazioni di informazioni privilegiate;
- comunicazioni periodiche (di dati contabili);
- comunicazioni a carattere episodico legate ad operazioni di carattere straordinario;
- comunicazioni di altre notizie, quali ricerche e analisi, valutazioni del merito di credito;
- comunicazioni relative all'acquisto di strumenti finanziari dell'Emittente da parte di amministratori e *managers* della stessa (*internal dealing*).

Occorre inoltre tener conto che in relazione alle società quotate sussistono, da parte degli azionisti, obblighi di comunicazione di partecipazioni rilevanti nonché di pubblicazione di patti parasociali relativi all'Emittente.

Di seguito vengono esaminati, in maniera sintetica, gli obblighi di informazione maggiormente rilevanti.

### 5.3.1 Comunicazione di informazioni privilegiate

La disciplina in oggetto è stata di recente modificata per effetto del recepimento nel nostro Paese della Direttiva Europea sul *Market Abuse*.

Sono “informazioni privilegiate” le notizie precise che riguardino direttamente o indirettamente un emittente tali, se rese pubbliche, da avere un effetto sensibile sul prezzo degli strumenti finanziari. Si ritiene che la notizia sia precisa (i) quando riguarda circostanze esistenti, o che potrebbero venire ad esistenza, o fatti che si siano verificati o possano verificarsi, e (ii) quando è sufficientemente dettagliata da permettere di trarre conclusioni sull'effetto che tali circostanze o eventi potrebbero avere sugli strumenti finanziari.

La nozione di “informazione privilegiata” è pertanto assai ampia e, non riferendosi a circostanze o eventi specifici, rimette agli emittenti la valutazione sugli effetti che la stessa potrebbe produrre sul prezzo, che vanno valutati alla luce di un criterio di ragionevolezza.

L'art. 114 del TUF stabilisce che le “informazioni privilegiate” devono essere comunicate al pubblico, senza indugio, dagli emittenti e dai soggetti che li controllano.

L'art. 66 del Regolamento Emittenti stabilisce le caratteristiche e le modalità di invio del comunicato, che va trasmesso (i) alla società di gestione del mercato che lo mette immediatamente a disposizione del pubblico e (ii) ad almeno due agenzie di stampa. Il comunicato è contestualmente trasmesso alla Consob. Se è disponibile un sito internet, il comunicato viene pubblicato entro l'apertura del mercato il giorno successivo a quello della sua diffusione e deve rimanere disponibile almeno due anni.

I comunicati diffusi durante lo svolgimento delle contrattazioni sono trasmessi alla Consob e alla società di gestione del mercato almeno quindici minuti prima della diffusione.

Il comunicato deve descrivere gli elementi essenziali del fatto in modo da consentire una valutazione completa e corretta di quanto in esso descritto, e deve inoltre contenere collegamenti e raffronti con il contenuto dei comunicati precedenti.

E' prevista l'emissione di un comunicato con riferimento (i) alle situazioni contabili dell'Emittente destinate ad essere riportate nel bilancio di esercizio, nel bilancio consolidato, nella relazione semestrale e nella relazione trimestrale, quando tali situazioni vengano comunicate a soggetti esterni che non siano tenuti ad obblighi di riservatezza e comunque non appena abbiano acquistato un sufficiente grado di certezza e (ii) alle deliberazioni con le quali l'organo competente approva il progetto di bilancio, la proposta di distribuzione del dividendo, il bilancio consolidato, la relazione semestrale e quella trimestrale.

E' consentito, a certe condizioni, ritardare la comunicazione di informazioni privilegiate quando la comunicazione possa pregiudicare i legittimi interessi dell'Emittente e dei soggetti che li controllano, purchè sia garantita la segretezza dell'informazione e la mancata diffusione non induca in errore il pubblico su circostanze essenziali.

E' da poco in vigore l'obbligo degli emittenti e delle società che li controllano di istituire un registro delle persone che, per ragioni lavorative o professionali, o a motivo delle funzioni svolte nella società, vengono a conoscenza di informazioni privilegiate; dal registro devono risultare le ragioni per cui la persona è iscritta, la data dell'iscrizione e le date di eventuali aggiornamenti.

### 5.3.2 Comunicazione periodiche di dati contabili

L'informazione periodica riguarda la messa a disposizione del pubblico dei documenti contabili che la società predispone a cadenze prestabilite.

In particolare, il giorno successivo all'approvazione del bilancio, la società mette a disposizione del pubblico (i) il bilancio ed i documenti accessori; (ii) il bilancio consolidato, se redatto; (iii) le relazioni con i giudizi della società di revisione; (iv) la copia del bilancio delle società controllate; (v) i prospetti riepilogativi di bilancio delle

società collegate. Entro i quindici giorni successivi viene messo a disposizione del pubblico anche il testo del verbale dell'assemblea che ha approvato il bilancio.

La relazione semestrale è messa a disposizione entro quattro mesi dalla fine del primo semestre d'esercizio, mentre la relazione trimestrale è messa a disposizione entro 45 giorni dal termine di ciascun trimestre d'esercizio.

Le modalità di messa a disposizione prevedono che la documentazione sia a disposizione presso la sede sociale e la Borsa Italiana, nonché presso il sito Internet dell'Emittente.

### 5.3.3 Comunicazione episodiche di operazioni straordinarie

In caso di operazioni straordinarie, che sono idonee ad influire sulla società e sulla valutazione della stessa da parte degli investitori, la società è tenuta a predisporre, di regola, un documento informativo (secondo criteri che variano a seconda del tipo di operazione posta in essere) che dia contezza delle caratteristiche dell'operazione da effettuare e inoltre mettere a disposizione del pubblico alcuni dei documenti relativi all'operazione (delibere degli organi competenti, relazione dell'organo amministrativo, eventuali relazioni dell'organo di controllo o della società di revisione, etc.).

La normativa cita, tra le operazioni straordinarie, i casi "tipici" delle fusioni, scissioni, aumenti di capitale con conferimento di beni in natura, ma vi rientrano naturalmente la costituzione di patrimoni destinati ad uno specifico affare, ai sensi dell'art. 2447 *bis* c.c., le acquisizioni e le cessioni, le operazioni con parti correlate, le altre modifiche dell'atto costitutivo, le emissioni di obbligazioni, l'acquisto di azioni proprie etc..

### 5.3.4 Internal dealing

La normativa in tema di "*internal dealing*" è stata oggetto di modifiche recenti a seguito dell'adeguamento del Regolamento Emittenti alla normativa europea sul *Market Abuse* da parte di Consob. Era già in vigore l'obbligo da parte delle società quotate, di adottare un codice di comportamento che desse adeguata comunicazione all'esterno di operazioni di acquisto, vendita, sottoscrizione o scambio di azioni o strumenti finanziari

o quotati (le c.d. “operazioni rilevanti”) svolte da soggetti che ricoprono incarichi rilevanti all’interno della società e le persone ad essi strettamente collegate (c.d. “soggetti rilevanti”).

Ad esito delle recenti modifiche, risultano “soggetti rilevanti”, sia all’interno dell’Emittente stessa che di eventuali società controllate, (i) i componenti dell’organo amministrativo e di controllo della società, (ii) i soggetti che svolgono funzioni di direzione, (iii) i dirigenti che hanno accesso ad informazioni privilegiate e possono prendere decisioni che sono in grado di condizionare le prospettive della società, (iv) chiunque detenga una partecipazione di almeno il 10%, rappresentata da diritti di voto; e (v) chiunque altro controlli l’Emittente quotato.

Le persone strettamente collegate ai soggetti rilevanti sono (i) il coniuge non legalmente separato, i figli a carico e, se conviventi da almeno un anno, i genitori, i parenti e gli affini dei soggetti rilevanti; (ii) le persone giuridiche, le società di persone e i trust di cui il soggetto rilevante (o le persone sub (i) ) sia titolare, (iii) le persone giuridiche controllate dal soggetto rilevante o dai soggetti sub (i), (iv) le società di persone i cui interessi economici siano equivalenti a quelli di un soggetto rilevante o delle persone sub (i), (v) i trust costituiti a beneficio di un soggetto rilevante o delle persone sub (i).

Le “operazioni rilevanti” nel senso sopra visto, svolte sui titoli dell’Emittente dai soggetti sopra indicati che siano di importo, anche complessivo di varie operazioni svolte nell’anno, superiore a €5.000, devono essere comunicate sia a Consob che al pubblico con modalità e tempi previsti nel Regolamento Emittenti.

La mancata comunicazione è punita con sanzioni amministrative pecuniarie.

#### 5.3.5 Comunicazioni di partecipazioni rilevanti

Ancora a motivi di trasparenza e di chiarezza sono dovute le regole che impongono di rendere conoscibili le partecipazioni rilevanti in società quotate e in società di capitali non quotate o in società a responsabilità limitata, anche estere e la pubblicazione dei patti parasociali che regolano l’esercizio di voto nelle società quotate.

Con riferimento alle partecipazioni rilevanti, l’art. 120 TUF stabilisce l’obbligo di comunicazione alla società partecipata ed a Consob, nonchè obblighi di informazione al

pubblico, da parte (i) di coloro che partecipano in una società con azioni quotate in misura superiore al due per cento del capitale; e anche (ii) delle società con azioni quotate che partecipano in misura superiore al dieci per cento del capitale in una società con azioni non quotate o in una società a responsabilità limitata, anche se si tratti di società estere.

Il Regolamento Emittenti stabilisce i criteri di calcolo delle partecipazioni di cui ai punti (i) e (ii) sopra menzionati sono stabiliti nel Regolamento Emittenti.

In relazione alla partecipazione in società quotate (vedi lettera (i) sopra), l'obbligo grava su chiunque venga a disporre della partecipazione, e dunque sia persone fisiche che persone giuridiche, indipendentemente dalla cittadinanza degli individui o nazionalità delle persone giuridiche. Sono tenuti alla comunicazione sia i fiduciari intestatari di azioni di società quotate per conto di terzi, sia gli intermediari che effettuano l'attività di gestione collettiva o individuale del risparmio.

La comunicazione deve inoltre essere resa in caso di superamento delle soglie percentuali del 2, 5, 7.5, 10 e successivi multipli di 5 o di riduzione della partecipazione entro le soglie sopra indicate. Ai fini della comunicazione, sono considerate partecipazioni (i) le azioni delle quali un soggetto è titolare, anche se il diritto di voto spetta o è attribuito a terzi e le azioni in relazione alle quali spetta o è attribuito il diritto di voto; (ii) le azioni delle quali sono titolari interposte persone, fiduciari, società controllate; e (iii) le azioni in relazione alle quali il diritto di voto spetta o è attribuito ad alcuno di soggetti sub (ii).

Ai fini degli obblighi di comunicazione relativi alle soglie del 5%, 10%, 25% 50% e 75% si tiene anche conto delle così dette "partecipazioni potenziali", rappresentate dalle azioni emesse e sottoscritte che un soggetto può acquistare o vendere di propria iniziativa, direttamente o per il tramite di interposte persone, fiduciari, società controllate". Si tiene anche conto, con regole apposite, delle azioni che possono essere acquistate tramite l'esercizio di diritti di conversione o di *warrant*.

Il termine entro cui effettuare la comunicazione è di cinque giorni di mercato aperto dall'operazione che fa sorgere l'obbligo, indipendentemente dalla data di

esecuzione. Regole diverse sono previste per gli intermediari che nell'esercizio della loro attività di gestione del risparmio.

In relazione alle partecipazioni detenute dalle società quotate, gli obblighi di comunicazione scattano soltanto in capo alle società quotate nei mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione Europea.

Per il calcolo delle partecipazioni delle società con azioni quotate in società non quotate o s.r.l., sono considerate partecipazioni (i) le azioni o quote delle quali la società con azioni quotate è titolare, anche se il diritto di voto spetta o è attribuito a terzi, (ii) le azioni o quote in relazione alle quali alla medesima società spetta o è attribuito il diritto di voto, qualora esse consentano di esercitare un'influenza dominante o notevole sull'Assemblea ordinaria ai sensi dell'art. 2.359 c.c., commi 1 e 3, (iii) le azioni delle quali sono titolari interposte persone, fiduciari, società controllate; e (iv) le azioni in relazione alle quali il diritto di voto spetta o è attribuito ad alcuno di soggetti sub (iii).

E' obbligatorio inoltre comunicare alla società partecipata la riduzione della partecipazione entro la soglia del 10%.

Le comunicazioni alla società partecipata devono essere effettuate entro sette giorni dalla data di acquisto o cessione delle azioni, delle quote o del diritto di voto, mentre le comunicazioni a Consob sono effettuate alla data di chiusura del primo semestre di esercizio e alla data di chiusura dell'esercizio, entro trenta giorni dalla data di approvazione della relazione semestrale e del progetto di bilancio.

L'omissione delle comunicazioni o l'attestazione di dichiarazioni false è punita con sanzioni amministrative, penali e civili. Nel caso di comunicazioni di partecipazioni rilevanti da chiunque detenute, è prevista la sospensione del diritto di voto per le azioni per le quali non è stata effettuata la comunicazione.

#### 5.3.6 Comunicazioni di patti parasociali

I patti parasociali che abbiano ad oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e loro controllanti, devono essere (i) comunicati a Consob entro cinque giorni dalla loro stipula; (ii) pubblicati per estratto sulla stampa quotidiana

entro 10 giorni dalla stipula; (iii) depositati presso il registro delle imprese ove ha sede la società.

E' stato stabilito che i patti parasociali di cui sopra, se a tempo determinato, non possano avere durata superiore a tre anni, ma possono essere rinnovati alla scadenza; mentre, nel caso siano stipulati a tempo indeterminato, ciascun contraente ha facoltà di recedere con preavviso di sei mesi.

In caso di mancata comunicazione, non può essere esercitato il diritto di voto per le azioni per le quali non sono stati adempiuti gli obblighi.

**ALLEGATO N. 1**

**DOMANDA PER L'AMMISSIONE ALLE NEGOZIAZIONI NEL MERCATO  
EXPANDI**

**MODELLO DI DOMANDA PER EMITTENTE NON AVENTE STRUMENTI FINANZIARI  
AMMESSI ALLE NEGOZIAZIONI NEL MERCATO EXPANDI SUCCESSIVAMENTE AL  
02/01/1998**

*Domanda di ammissione alle negoziazioni nel mercato Expandi*

La società (nome e ragione sociale) (di seguito brevemente "Società"), con sede sociale a ....., Via ....., C.F. e Partita IVA. ...., in persona di ..... (legale rappresentante o soggetto munito dei necessari poteri),

**PREMESSO**

- che la Consob con delibera 11091 del 12 dicembre 1997 ha autorizzato Borsa Italiana S.p.A. all'esercizio dei mercati regolamentati da essa organizzati e gestiti;
- che l'organizzazione e la gestione della Borsa, del mercato Expandi e del Mercato di borsa degli strumenti finanziari derivati (IDEM) sono disciplinati da un Regolamento deliberato dall'assemblea ordinaria di Borsa Italiana S.p.A. in data 11 dicembre 1997 (di seguito, come sino ad oggi modificato o integrato, "Regolamento");
- che il Consiglio di Amministrazione di Borsa Italiana S.p.A. ha approvato le Istruzioni al Regolamento stesso;
- che ai sensi del D.Lgs. 30 giugno 2003, n. 196, e successive integrazioni e modificazioni i dati personali della Società saranno trattati, per l'esecuzione degli obblighi derivanti dalla presente proposta e, in caso di accettazione della stessa, per l'esecuzione degli obblighi derivanti dal Regolamento e dalle Istruzioni, mediante supporto informatico in modo da garantire la riservatezza e la sicurezza dei dati medesimi secondo quanto indicato nell'informativa fornita ex articolo 13 del D.Lgs. La Società, inoltre, in relazione all'informativa fornita ai sensi dell'art.13 del d.lgs. 196/2003 e nell'ambito delle finalità in essa indicate, esprime il consenso:  
1. al trattamento dei propri Dati da parte delle Società del Gruppo Borsa Italiana per le finalità di cui al punto 1. lettera d);

acconsente      non acconsente

2. a comunicare i propri Dati ai soggetti indicati al punto 2., lettera c), dell'informativa ricevuta e per le sole finalità indicate dall'informativa stessa;

acconsente      non acconsente

3. al trasferimento dei Dati all'estero, anche al di fuori della U.E., per le medesime finalità elencate ai punti 1. lettera d) e 2. lettera c) che precedono, con o senza l'ausilio di mezzi elettronici o comunque automatizzati;

acconsente      non acconsente

[- che, la Società in data ..... con atto ..... ha nominato ..... quale Listing Partner affinché collabori nella presente procedura di ammissione, conferendogli ogni più ampio potere ai sensi e per gli effetti di cui al Titolo 2A.3 del Regolamento e fino alla data del.....]

Tutto ciò premesso, la Società, in persona del legale rappresentante o del soggetto munito dei necessari poteri,

#### CHIEDE

ai sensi dell'articolo 2A.3.5 del Regolamento l'ammissione alle negoziazioni nel mercato Expandi dei seguenti strumenti finanziari:

.....  
.....

mediante la procedura di cui all'articolo 2.4.2 [2.4.3] [2.4.4] del Regolamento.

#### DICHIARA CHE

analoga domanda è stata presentata presso il mercato regolamentato di .....

è prevista la presentazione di analoga domanda nei prossimi 12 mesi presso il mercato regolamentato di .....

non è prevista la presentazione di analoga domanda in altro mercato regolamentato nei prossimi 12 mesi.

Allega la seguente documentazione che forma parte integrante della domanda:

-  
-

#### E SI OBBLIGA

all'osservanza delle norme di cui al Regolamento ed alle Istruzioni che dichiara di conoscere e di accettare nonché all'osservanza delle modifiche e delle integrazioni successive al Regolamento ed alle Istruzioni medesimi.

(luogo, data)

---

(timbro della Società e firma del legale rappresentante o del soggetto munito dei necessari poteri)

Si approvano specificamente, ai sensi degli articoli 1341 e 1342 del Codice Civile, gli articoli nn. 2A.1.2 (Competenze di Borsa Italiana e condizioni generali per l'ammissione), 2A.2.1 (Requisiti degli emittenti azioni), 2A.2.2 (Requisiti delle azioni), 2A.2.3 (Requisiti degli emittenti di obbligazioni convertibili), 2A.2.4 (Requisiti delle obbligazioni convertibili), 2A.2.5 (Requisiti degli emittenti di warrant), 2A.2.6 (Requisiti dei warrant), 2A.3.1 (Nomina e ruolo del Listing Partner), 2A.3.2 (Informazione al mercato), 2A.3.5 (Domanda e procedura di ammissione, sospensione e revoca, obblighi degli emittenti), 2A.3.6 (Obblighi degli emittenti), 2.6.11 (Provvedimenti nei confronti degli emittenti), 2.6.12 (Procedura di accertamento delle violazioni), 2.6.13 (Impugnazioni dei provvedimenti), 2.6.14 (Comunicazione al pubblico dei provvedimenti), 2.6.17 (Corrispettivi), 2.7.1 (Modalità di adempimento degli obblighi di comunicazione al pubblico e a Borsa Italiana da parte di emittenti di diritto italiano con azioni quotate in Borsa), 2.7.3 (Modalità di adempimento degli obblighi informativi in caso di impossibilità di utilizzo del NIS), 4.9.1 (Controlli e interventi sulle negoziazioni), 4.9.2 (Interventi sui parametri, sugli orari e sulle fasi di negoziazione), 7.1 (Diritto applicabile), 7.2 (Controversie sottoposte all'Autorità Giudiziaria), 7.3 (Altre controversie), 7.4 (Collegio dei Probiviri) e 7.5 (Collegio Arbitrale) del Regolamento.

---

(timbro della Società e firma del legale rappresentante o del soggetto munito dei necessari poteri)

Qualora la Società si avvalga del Listing Partner ai sensi dell'articolo 2A.3.1 del Regolamento, dovrà essere compilata anche la seguente parte, a cura del Listing Partner medesimo:

Dati relativi al Listing Partner

- Denominazione sociale
- Sede legale
- Sede degli uffici addetti all'attività di Listing Partner
- Tel.
- Fax
- Categoria di appartenenza:

banca

impresa di investimento

intermediario iscritto all'albo articolo 107 T.U. bancario

• Il Listing Partner prende atto che ai sensi del D.Lgs. 30 giugno 2003, n. 196, e successive integrazioni e modificazioni, i suoi dati personali saranno trattati, per l'esecuzione degli obblighi derivanti dal Regolamento e dalle relative Istruzioni, mediante supporto informatico in modo da garantire la riservatezza e la sicurezza dei dati medesimi secondo quanto indicato nell'informativa fornita ex articolo 13 del D.Lgs. Il Listing Partner, inoltre, in relazione all'informativa fornita ai sensi dell'art.13 del d.lgs. 196/2003 e nell'ambito delle finalità in essa indicate, esprime il consenso:

1. al trattamento dei propri Dati da parte delle Società del Gruppo Borsa Italiana per le finalità di cui al punto 1. lettera d);

acconsente      non acconsente

2. a comunicare i propri Dati ai soggetti indicati al punto 2., lettera c), dell'informativa ricevuta e per le sole finalità indicate dall'informativa stessa;

acconsente      non acconsente

3. al trasferimento dei Dati all'estero, anche al di fuori della U.E., per le medesime finalità elencate ai punti 1. lettera d) e 2. lettera c) che precedono, con o senza l'ausilio di mezzi elettronici o comunque automatizzati;

acconsente      non acconsente

Con la sottoscrizione della presente domanda, il Listing Partner si obbliga all'osservanza delle norme di cui al Regolamento ed alle Istruzioni, ed in particolare a quanto previsto al Titolo 2A.3 in materia di disciplina dell'attività di Listing Partner,

che dichiara di conoscere e di accettare nonché all'osservanza delle modifiche e delle integrazioni successive al Regolamento e alle Istruzioni medesimi.

(luogo, data)

---

(timbro del Listing Partner e firma del legale rappresentante o soggetto munito dei necessari poteri)

Il Listing Partner approva specificamente, ai sensi degli articoli 1341 e 1342 del Codice Civile, gli articoli nn. 2A.3.1 (Nomina e ruolo del Listing Partner), 2A.3.2 (Informazione al mercato) 2A.3.3 (Provvedimenti nei confronti del Listing Partner), 2.3.10 (Procedura di accertamento delle violazioni), 2.3.11 (Impugnazione dei provvedimenti), 2.3.12 (Comunicazione al pubblico dei provvedimenti), 2.4.1 (Domanda di ammissione alla quotazione) 7.1 (Diritto applicabile), 7.2 (Controversie sottoposte all'Autorità Giudiziaria), 7.3 (Altre controversie), 7.4 (Collegio dei Probiviri) e 7.5 (Collegio Arbitrale) del Regolamento.

---

(timbro del Listing Partner e firma del legale rappresentante o soggetto munito dei necessari poteri).

**ALLEGATO N. 2**  
**SCHEMA DI RAFFRONTO TRA IL MERCATO EXPANDI E GLI ALTRI**  
**SEGMENTI DI BORSA ITALIANA**

Nel corso della trattazione ci si è soffermati sulla procedura di quotazione sul mercato Expandi, dedicato, come si è visto, alle società di piccole dimensioni in fase di espansione e di crescita. Pare a questo punto utile un rapido schema di raffronto rispetto ai segmenti di Borsa Italiana “STAR” e “BLUE CHIP”.

Il primo, in particolare, costituisce la soluzione più adatta per le società strutturate di medie dimensioni (100 milioni – 1 miliardo di euro di ricavi) e garantisce alla società una maggiore presenza di investitori istituzionali ed una grande liquidità del titolo quotato: si rammenta, in merito, come l’accesso a tale mercato richieda un attento investimento ed una particolare attenzione da parte della società quotanda ai profili di trasparenza e qualità del governo societario. Il segmento Blue Chip è invece dedicato ad imprese di grandi dimensioni (più di 1 miliardo di euro di ricavi).

	BLUE CHIP	STAR	EXPANDI
Flottante ingresso	25%	35%	10% (ma almeno 750.000 € market cap)
Bilanci con revisione	1 (3 pubblicati)	1 (3 pubblicati)	1 (2 pubblicati)
Dimensione	Cap min. €20 m	Cap min. €20 m, max €800 m	Capitalizzaz. min €1 m
Cda amm. non esecutivi ed indipendenti	Raccomandato (Codice di Autodisciplina)	Obbligatorio (N° da regolamento)	NO
Comitato di controllo interno	Raccomandato (Codice di Autodisciplina)	Obbligatorio (maggioranza indipendenti)	NO
Incentivazione top management	Raccomandato (Codice di Autodisciplina)	Obbligatoria (% significativa e correlata ad obiettivi)	NO
Pubblicazione dati trimestrali	Obbligatoria (IQ, IH, IIIQ, annuale ex Consob)	Obbligatoria (entro 45 gg - no deroga Consob)	NO
Investor Relation manager	Raccomandato	Obbligatorio (figura professionale qualificata)	NO
Sito	Raccomandato	Obbligatorio	NO
Informazioni contabili italiano/inglese	Raccomandato	Obbligatorie	NO
Presenza dello Specialista	SI	SI	NO
Track Record di bilancio	NO	NO	SI