DB non solo diritto bancario

leggi l'articolo nel sito www.dirittobancario.it

ATTUALITÀ

Listing Act: la consultazione della Commissione UE di semplificazione per le PMI

6 Dicembre 2021

Lukas Plattner, Partner, ADVANT Nctm
Giacomo Abbadessa, ADVANT Nctm

DB non solo diritto bancario

Lukas Plattner, Partner, ADVANT Nctm
Giacomo Abbadessa, ADVANT Nctm

Lukas Plattner

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

1. Premessa

Lo scorso 19 novembre la Commissione europea ha aperto una consultazione pubblica [1] al fine valutare eventuali modifiche al quadro normativo di riferimento per le società quotate su mercati regolamentati o ammesse alle negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione. La consultazione pubblica si chiuderà il prossimo 11 febbraio 2022 [2].

La Commissione, infatti, ha accolto l'idea per la quale un intervento di alleggerimento strutturale della disciplina applicabile agli emittenti, specie alle piccole medie imprese ("**PMI**") [3], renderebbe più facile per le PMI europee accedere al mercato per finanziare i loro percorsi di crescita, sempre mantenendo un elevato livello di protezione degli investitori e di integrità del mercato.

L'inziativa della Commissione si inserisce all'interno del nuovo *action plan* per la creazione dell'unione dei mercati dei capitali (*Capital Market Union*) che si propone, tra i suoi principali obiettivi, quello di garantire alle imprese, e in particolare alle PMI, un rapido accesso al mercato. In particolare, l'*Action Plan* ha avuto la capacità di identificare i fattori che scoraggiano le società ad accedere ai mercati dei capitali, tra le quali spiccano gli elevati oneri amministrativi, gli eccessivi costi di quotazione e il rispetto di regole di *compliance* troppo stringenti.

Ormai da diverso tempo, l'importanza di una unione dei mercati dei capitali europei non cessa di essere riconosciuta da tutti gli *stakeholders*. Sul punto, la stessa Commissione ha riconosciuto come, sebbene importanti passi siano stati compiuti al fine di promuovere il ricorso al mercato del capitale di rischio, i mercati europei restino ancora particolarmente frammentati.

---

1 Documento di consultazione ("Documento di Consultazione"), *Listing Act: making public capital markets more attractive for EU companies and facilitating access to capital for SMEs*, reperibile al seguente *link* https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2021-listing-act-targeted_it.
2 Si segnala, infine, che, parallelamente alla consultazione pubblica sul c.d. Listing Act, la Commissione ha, altresì, aperto una ulteriore consultazione di dodici settimane. Quest'ultima include domande che affrontano questioni di natura tecnica rivolte, principalmente, agli operatori dei mercati dei capitali, alle autorità competenti e agli accademici.
3 *Small and medium-sized enterprises*, secondo la definizione contenuta dalla Raccomandazione Europea 361/2003, ma su cui il mercato richiede, da tempo, un aggiornamento (*cfr.* proposta del TESG sul tema).

vedi l'articolo online

Anche a tal riguardo, negli ultimi mesi, le istituzioni europee sembrano aver pienamente compreso come la *Capital Market Union* possa rappresentare uno degli strumenti decisivi per sostenere la ripresa economica a seguito della crisi dovuta al perdurare della pandemia COVID-19, potendo anche rappresentare soluzione per una transizione *green* e digitale.

2. I lavori del *Technical Expert Stakeholder Group*

Su queste premesse, nell'ottobre del 2020, la Commissione ha istituito un gruppo di esperti (*Technical Expert Stakeholder Group,* "**TESG**") sulle PMI ([4]) che, dopo una attenta analisi sul funzionamento dei mercati di crescita delle PMI, nel maggio 2021, ha pubblicato un *report* contenente dodici raccomandazioni, destinate alla Commissione e agli Stati membri, per contribuire a promuovere l'accesso delle PMI al mercato dei capitali. Le raccomandazioni del TESG affondano le loro radici sul lavoro già intrapreso dall'*High Level Forum* ("**HLF**") ([5]) e sul *report* pubblicato dall'ESMA per una revisione della direttiva MiFID II.

Proprio come il lavoro prodotto negli ultimi mesi nelle diverse sedi europee, di cui abbiamo ricordato solo le iniziative più recenti, anche il Documento di Consultazione rivolge particolare attenzione alle PMI e agli emittenti ammessi alle negoziazioni sui mercati di crescita per le PMI (*SME growth markets* o "***SGM***", tra cui rientra l'Euronext Growth Milan).

3. La consultazione sul *Listing Act*

Dopo aver formulato quesiti volti a fornire alla Commissione una fotografia sullo stato di salute dei mercati dei capitali europei ([6]), la seconda sezione della consultazione richiede di fornire un parere

4 Si veda il *Final report of the Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs, Empowering EU Capital Markets for SMEs - Making listing cool again* https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/what-capital-markets-union_en#tesg
5 *High Level Forum on the Capital Markets Union, A new vision for Europe's Capital Markets. Final Report*, 10 giugno 2020, reperibile al seguente *link* https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/growth_and_investment/documents/200610-cmu-high-level-forum-final- report_en.pdf.
6 Il Documento di Consultazione si divide in due sezioni principali. La prima sezione contiene quesiti piuttosto generali e mira a comprendere quale sia l'opinione degli operatori del mercato circa l'attuale quadro normativo, anche in merito alla necessità di un suo adattamento.

su talune proposte di modifica rispetto a diversi aspetti dalle normativa applicabile, con particolare riferimento al Regolamento Prospetto ([7]), al regolamento sugli abusi di mercato ([8]), alla MiFID II ([9]) e alla direttiva *Transparency* ([10]).

Complessivamente, si nota come la Commissione abbia tenuto in ampia considerazione le proposte formulate dai gruppi di esperti che si sono riuniti per comprende quali passi debbono essere intrapresi per dare un nuovo vigore ai mercati europei.

In particolare, nell'ambito della consultazione, un ruolo centrale è assunto dai lavori del TESG, le cui raccomandazioni sono confluite all'interno del documento pubblicato dalla Commissione.

4. Le aree di intervento per le PMI

Non si ritiene di esagerare nel sostenere che, ove fossero adottate le proposte poste in consultazione dirette a rispondere alle esigenze di semplificazione manifestate dal mercato, il quadro normativo applicabile alle PMI quotate subirebbe una vera rivoluzione.

Da un lato, l'accesso al mercato risulterebbe sensibilmente meno costoso e più agevole e, dall'altro lato, gli obblighi *on going* cui sono sottoposte le PMI quotate sarebbero proporzionalmente ridotti. Il tutto, come emerge chiaramente dal documento di consultazione, senza che possa ravvedersi alcun pericolo per la tutela dell'integrità del mercato.

4. 1 Regolamento Prospetto

L'attenzione della Commissione è rivolta, in primo luogo, al Regolamento Prospetto, rispetto al quale sono diverse le proposte poste in consultazione. Per le PMI, il tema di maggior rilievo è rappresentato dalle novità circa: *(i)* il prospetto per le emissioni secondarie di emittenti i cui strumenti finanziari sono già negoziati su un mercato regolamentato o su un SGM (per almeno 18 mesi); e *(ii)* il prospetto sempli-

7 Regolamento (UE) 1129/2017, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32017R1129.
8 Regolamento (UE) 596/2014, (c.d. *Market Abuse Regulation* o "MAR") https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32014R0596.
9 Direttiva 65/2014/UE, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0065.
10 Direttiva 2004/109/EC, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/?uri=CELEX:32004L0109.

vedi l'articolo online

ficato ([11]) per il passaggio da uno SGM al mercato regolamento ([12]).

Nel richiamato quadro normativo si inserisce il nuovo regime del prospetto EU della ripresa (il *c.d. Recovery Prospectus*)([13]).

Anche a tal riguardo, la Commissione sottopone al mercato quanto suggerito dal TESG, il quale ha formulato una raccomandazione volta all'introduzione di un nuovo prospetto semplificato (che sostituisca l'attuale prospetto semplificato per le emissioni secondarie), simile, in termini di forma, al *Recovery Prospectus*, che sia adottato su base permanente per le emissioni secondarie e per i trasferimenti da uno SGM a un mercato regolamentato.

4.2 Market Abuse Regulation

Con riferimento all'impianto normativo applicabile, in materia di abusi di mercato, alle società quotate, il maggiore difetto che viene attribuito alla MAR è rappresentato dal fatto che la disciplina ivi prevista trova applicazione in modo indistinto tra i diversi emittenti, senza che a una diversa articolazione delle strutture aziendali (e, più in generale, alle dimensioni) delle singole società corrisponda una diversa declinazione degli obblighi regolamentari.

Dai lavori dell'*High Level Forum* e del TESG emerge chiaramente come vi siano talune disposizioni e requisiti MAR che agiscono come disincentivo alla quotazione, senza che vi siano sensibili vantaggi, in termini di trasparenza, per il mercato. In particolare, il costo che occorre sostenere per conformarsi ai requisiti MAR è considerato eccessivamente elevato, specialmente per le PMI, a cui si aggiunge, rispetto a talune disposizioni della MAR, una incertezza giuridica cui occorre porre rimedio.

Nozione di informazione privilegiata

Con particolare riferimento alle PMI, numerose sono le tematiche su cui la Commissione richiede di esprimersi, a partire dalla nozione di informazione privilegiata. Sul tema, viene riproposta la raccomandazione del TESG, che ha invitato il legislatore a prevedere una distinzione tra la nozione di informazione privilegiata rilevante ai fini del divieto di *insider trading* e quella rilevante per l'obbligo di *disclosure*, semplificando notevolmente gli adempimenti connessi alla disciplina MAR.

Ulteriore elemento di attenzione per le PMI è rappresentato dal regime di *disclosure* connesso alle emissioni di debito. Sul punto, la Commissione evidenzia come, secondo il TESG, le obbligazioni *c.d. plain vanilla* siano meno esposte ai rischi di abuso di mercato, proprio a causa della natura dello strumento. Di conseguenza, anche sul tema, viene richiesto di esprimere un parere circa la possibilità di prevedere obblighi di *disclosure* meno onerosi.

Internal dealing

La Commissione è altresì intenzionata a valutare la possibilità di prevedere una revisione dell'impianto normativo in materia di *internal dealing ex* art. 19 MAR. Per le PMI, le proposte formulate posso rivelarsi particolarmente rilevanti sotto due diversi profili. In primo luogo, sarà possibile esprimersi nel senso di prevedere un innalzamento della soglia rilevante a 50.000 Euro e di prevedere l'obbligo di comunicazione solo quando sia superata la predetta soglia o suoi multipli ([14]).

In secondo luogo, sempre riprendendo le conclusioni del TESG, i partecipanti al mercato potranno supportare la proposta di abrogare l'obbligo di mantenere la lista di persone strettamente legate di cui all'art. 19, paragrafo 5, MAR, adempimento che comporta un costo sproporzionato rispetto al beneficio offerto, in termini di informativa, al mercato.

Registro insider

Ancora, con riferimento all'elenco delle persone aventi accesso alle informazioni privilegiate (*c.d. insider list*), la Commissione ha posto in consultazione talune proposte, sempre al fine di prevedere una

11 Cfr. Art. 14, par. 1, lett. (d), del Regolamento Prospetto.
12 Si pensi, a livello domestico, al passaggio da Euronext Growth Milan (già AIM Italia) a EuroNext Milan (già MTA).
13 Il prospetto UE per la crescita consiste in un unico documento di sole 30 pagine, che consente all'investitore di conoscere le informazioni essenziali sull'emittente, al fine di assumere le proprie determinazioni di investimento, garantendo una riduzione di costi per l'emittente.

14 Secondo il TESG (in linea con quanto suggerito dall'High Level Forum), la soglia dovrebbe essere calcolata (su base aggregata) in considerazione della capitalizzazione di mercato dell'emittente.

disciplina complessivamente più proporzionata, in termini di *compliance*, per le PMI ([15]). Sul punto, sebbene il Regolamento 2115/2019 ([16]) abbia gettato le basi per l'introduzione di talune semplificazioni per le società ammesse alle negoziazioni su uno SGM ([17]), il TESG ha raccomandato di rimuovere l'obbligo di tenere il registro *insider* per gli emittenti con una capitalizzazione di mercato inferiore a 1 miliardo di euro ([18]), introducendo contestualmente, una razionalizzazione nelle informazioni da inserire nel predetto registro, per gli altri emittenti. Anche su questo aspetto, gli operatori del mercato potranno aderire alla proposta del TESG.

Market sounding

Le proposte di modifica connesse al regime del *market sounding* rispondo, per certi versi, alle medesime esigenze connesse a quelle formulate in materia di registro *insider*. Anche il regime sui sondaggi di mercato, infatti, rappresenta, per le Autorità, uno strumento di controllo; la disciplina, tuttavia, si traduce, ancora una volta, in adempimenti piuttosto complessi e in maggiori costi per gli emittenti, specie se si considerano gli ampi strumenti di indagine di cui già dispongono le Autorità.

Anche a tal riguardo, la raccomandazione del TESG è quella di derogare alla disciplina in tema di *market sounding* prevedendo che eventuali informazioni privilegiate potranno essere comunicate qualora siano in essere opportuni accordi di riservatezza. In subordine, il TESG ha proposto di estendere l'esenzione dalla disciplina del *market sounding* (attualmente applicabile solo ai *private placement* di strumenti di debito) ai collocamenti privati di *equity*.

Su entrambe le proposte sarà possibile esprimersi in sede di consultazione.

15 La prassi di mercato tende a evidenziare come l'*insider list* appaia esclusivamente uno strumento volto ad agevolare l'attività di vigilanza delle Autorità competenti, che finisce per trasferisce i relativi costi sugli emittenti, i quali sono tenuti a un monitoraggio e un adeguamento regolare dei registri.
16 Regolamento 2115/2019, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32019R2115.
17 Tali emittenti potranno tenere il *c.d.* registro *insider* in forma semplificata, il quale dovrà comprendere tutte le persone aventi accesso regolare a informazioni privilegiate relative all'emittente. Sebbene l'intento appaia apprezzabile, il nuovo regime in tema di tenuta del registro *insider* resta, ad oggi, ancora sospeso, in attesa dell'adozione, da parte dell'ESMA, degli *Implementing Technical Standards* che specifichino il formato del nuovo registro *insider* e le informazioni da inserirvi
18 Tale soglia è quella individuata, nelle proposte formulate dal TESG, per qualificare un emittente come PMI.

Sanzioni amministrative

Con riferimento al regime sanzionatorio connesso alla disciplina sugli abusi di mercato, il Documento di Consultazione parte da una importante premessa: sia il *report* dell'HLF che le raccomandazioni del TESG evidenziano come il quadro normativo appaia eccessivamente sproporzionato, specie per le PMI. Il rischio di commettere una violazione involontaria della MAR e le sanzioni associate alla normativa di riferimento rappresentato un deterrente considerevole per le imprese che intendono accedere al mercato.

Ebbene, anche sotto questo profilo, il Documento di Consultazione permette al mercato di esprimersi per un generale ripensamento del sistema sanzionatorio legato alla disciplina MAR.

Dual listing

Appare, altresì, importante segnalare come il Documento di Consultazione sottoponga al mercato la possibilità, per il legislatore, di intervenire al fine di chiarire il disposto di cui all'art. 33, par. 7, della MiFID II, il quale disciplina i requisiti del *c.d. dual listing* (*i.e.* l'ammissione alla negoziazione dei propri strumenti finanziari in un sistema multilaterale di negoziaizone ("MTF") diverso da quello di origine). Dal quadro normativo di riferimento emerge che un emittente possa avviare la relativa procedura esclusivamente a seguito di una richiesta di terzi. Pertanto, i partecipanti al mercato potranno richiedere al legislatore europeo di chiarire che gli emittenti possano avviare autonomamente il procedimento di *dual listing*.

Requisiti minimi in materia di corporate governance

Il Documento di Consultazione offre al mercato una importante opportunità al fine di prevedere una modifica legislativa che preveda l'introduzione di un insieme armonizzato di principi di *corporate governance*, come suggerito dal TESG.

Secondo la più autorevole dottrina ([19]), infatti, una società che adotti un sistema di *corporate gover-*

19 L.A. Bebchuk, A. Cohen, C.C.Y. Wang, *Learning and the Disappearing Association Between Governance and Returns*, in Journal of Financial Economics, 2013, Vol. 108, N. 2, pp. 323-348, reperibile al seguente *link* https://ssrn.com/abstract=1589731.

vedi l'articolo online

nance ispirato a buoni principi di governo societario non solo consegue un miglioramento nella gestione ordinaria del *business*, ma riesce anche a raggiungere obiettivi strategici di lungo periodo, monitorandone la *performance*.

Sul punto, il Documento di Consultazione sottopone al mercato talune proposte formulate dal TESG, volte a introdurre requisiti minimi in materia di *corporate governance* per gli emittenti ammessi alle negoziazioni su un MFT, quali: *(i)* comunicazione al mercato delle operazioni con parti correlate; *(ii) disclosure* delle operazioni di acquisizione e cessione di partecipazioni rilevanti; *(iii)* nomina di almeno un amministratore indipendente; *(iv)* identificazione di un soggetto di riferimento per la gestione delle relazioni con gli investitori; *(v)* istituzione di requisiti minimi per le operazioni di *delisting*, al fine di fornire una protezione agli azionisti di minoranza.

5. Conclusioni

In conclusione, sembra che lo sforzo dei diversi gruppi di lavoro chiamati a elaborare proposte di modifica all'impianto normativo di riferimento veda, nella consultazione sul *Listing Act*, una opportunità determinante per avvicinare i mercati europei ai livelli di efficienza degli altri mercati (quello americano e asiatico fra tutti), che conseguono, da diverso tempo, risultati molto più soddisfacenti per le società che decidono di accedere al mercato dei capitali.

L'auspicio è che le proposte poste in consultazione raccolgano un ampio consenso così da spingere il legislatore europeo a procedere nel senso di semplificare in maniera robusta il quadro regolamentare.

DB non solo diritto bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

Scopri il nuovo dirittobancario.it