

Considerazioni in merito alla consultazione della Commissione UE sul Listing Act

Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori

La regolamentazione europea ha mostrato una crescente sensibilità ai temi di Capital Markets Union (“**CMU**”) e omogeneizzazione della regolamentazione a livello europeo riguardante i mercati dei capitali. L’entrata in vigore del regolamento (UE) 2017/1129 (il “**Regolamento Prospetto**”) a luglio 2017 si poneva come obiettivo quello di ridurre la frammentazione dei mercati finanziari, diversificare le fonti di finanziamento, rafforzare i flussi di capitale transfrontalieri e agevolare la raccolta sui mercati. Nel 2018 l’intervento del Legislatore europeo si è inoltre focalizzato sulla disciplina delle PMI, necessaria per ovviare alle difficoltà di accesso ai mercati dei capitali per tale categoria di imprese, introducendo il concetto di mercati di crescita per le PMI (“**SME Growth Market**” o “**SGM**”) e approvando una serie di misure, c.d. “SME listing package”, volte ad alleggerire gli oneri amministrativi per le PMI attraverso modifiche al Regolamento Prospetto e al Regolamento sugli Abusi di Mercato (“**MAR**”). Seppur nella giusta direzione, **tali misure non sono state da sole in grado di dare una svolta concreta allo sviluppo dei mercati dei capitali** e permangono attualmente notevoli ostacoli che limitano e disincentivano l’utilizzo dei mercati dei capitali come strumento di sviluppo delle imprese europee, in particolare delle PMI. Alla luce di ciò, la Commissione UE ha istituito un comitato ad-hoc di esperti (“**Technical Expert Stakeholder Group**” o “**TESG**”) con l’obiettivo di fornire proposte concrete volte a semplificare e omogeneizzare ulteriormente la normativa di riferimento, lungo la linea già tracciata in precedenza dal CMU High Level Forum (“**HLF**”) e dal CMU Action Plan di settembre 2020.

Le considerazioni illustrate di seguito non possono prescindere dal lavoro dettagliato svolto sino ad oggi sui tavoli degli operatori di settore, ed in particolare dal TESG, affiancando le principali tematiche poste dalla consultazione sul Listing Act a quanto precedentemente elaborato in seno a tali organismi. È auspicabile che la consultazione sul Listing Act rappresenti un catalizzatore di queste istanze, al fine di pervenire ad un **quadro di modifiche regolamentari omnicomprensivo, omogeneo e dettagliato che permetta un sostanziale sviluppo dei mercati dei capitali dell’Unione Europea**. Riuscire a finalmente facilitare l’accesso ai mercati dei capitali e migliorare la competitività del sistema, naturalmente senza indebolire le protezioni sostanziali ed effettivamente utili per gli investitori, appare di enorme importanza strategica per l’Italia in questa fase economica e storica, in cui simili misure di rafforzamento potrebbero alimentare un effetto leva virtuoso tra capitali privati e pubblici anche alla luce del PNRR.

Quesito n. 1 – Efficacia della regolamentazione UE in ambito di listing societari

Nonostante gli interventi legislativi dell’UE per favorire l’accesso ai mercati dei capitali, le statistiche riportate dallo studio di Oxera sui mercati azionari primari e secondari in Europa (“**Report Oxera**”)¹ mostrano che **la loro attrattività è diminuita**, con un numero di quotazioni in calo (da 7.392 nel 2010 a 6.538 nel 2018) a fronte di un aumento del PIL europeo (+24% nello stesso periodo). Il mix di finanziamento nei paesi UE-28 è ancora di gran lunga sbilanciato verso forme di finanziamento privato, a confronto con un sostanziale equilibrio per il mercato USA. In tale contesto, **l’accesso ai mercati dei capitali risulta particolarmente complesso per le PMI**, che subiscono maggiormente il peso delle richieste documentali in sede di quotazione e sulla compliance in via continuativa da società quotata.

Sul fronte degli investitori, la normativa UE ha posto in essere presidi particolarmente tutelanti, specialmente con riguardo alla categoria di investitori retail. Per quanto la tutela del risparmio sia essenziale, dev’essere affiancata da un progetto di sviluppo che porti i risparmiatori ad essere investitori, attraverso l’educazione

¹ Oxera Consulting LLP (2020), Primary and secondary equity markets in the EU.

finanziaria e tramite incentivi fiscali che permettano di convogliare il risparmio pubblico verso le imprese. **La normativa UE risulta di ostacolo all'utilizzo della leva fiscale ai fini di incentivo per le imprese e per gli investitori** e andrebbero pertanto implementate modifiche che permettano maggior spazio di manovra per gli Stati Membri.

Il quadro regolamentare appare ancora troppo disomogeneo a causa degli ampi spazi di discrezionalità in capo ai singoli Stati Membri, basti pensare alla normativa sulla lingua di redazione dei prospetti. Mancano inoltre **linee guida indirizzate alle società di gestione del mercato che semplifichino le regole di quotazione** affinché il carico documentale e di processo delle società quotate nei diversi Stati Membri possa essere equiparabile anche su questo fronte.

Ciò comporta che i mercati dei capitali UE non siano pienamente integrati. Gli emittenti di titoli azionari sono ancora vincolati allo Stato Membro di incorporazione per accedere ai mercati dei capitali, diversamente da quanto avviene per l'emissione di titoli di debito e per emittenti extra UE. Manca inoltre una comune definizione di Small-Mid Cap ("**SMC**") sulla base di criteri di mercato, quale la capitalizzazione. Non è possibile intervenire sulla categoria delle PMI quotate senza prima aver delineato il perimetro di riferimento.

Quesito n. 2 – Fattori che minano l'attrattività dei mercati dei capitali UE

La documentazione e i requisiti regolamentari di quotazione rappresentano sicuramente deterrenti importanti che pesano sul bilancio di costi e benefici rispetto alla quotazione. Questo è tanto più vero per le PMI se si considera che l'attuale regolamentazione UE prevede ancora un grado insufficiente di proporzionalità nel trattamento di tale categoria di imprese rispetto ai requisiti di quotazione, determinando un onere relativo, sia in termini di costi diretti che indiretti, ben più gravoso rispetto ad imprese di maggiori dimensioni.

Tale considerazione vale anche per i **costi di compliance legati all'applicazione della MAR in maniera indistinta per emittenti di grandi e piccole dimensioni.** E così al costo derivante dalla compliance a requisiti normativi dettati dallo status di quotata si aggiungono maggiore incertezza giuridica e rischio di compliance, un regime sanzionatorio non commisurato all'entità del fatto e dell'emittente e l'obbligo di agire come *gatekeeper* rispetto all'attività dell'Autorità di Vigilanza.

Al contrario, **il problema non è l'attrattività delle PMI né tantomeno di scarsa liquidità dell'investimento,** peraltro intrinseca in tale tipologia di asset class. Le PMI neo quotate in Borsa potrebbero diventare un driver fondamentale per nuovi investimenti e per la creazione di posti di lavoro, favorendo una naturale strategia di liquidazione per fondi di venture capital e private equity e quindi incentivando indirettamente forme di early-stage financing. Il vero nodo cruciale è **favorire lo sviluppo di un ecosistema incentrato sulle SMC** tramite incentivi alla quotazione, alla copertura di ricerca e allo sviluppo di una base di investitori small-cap, alleviando un fallimento di mercato dettato dall'asimmetria informativa e dagli elevati costi di quotazione.

Quesiti n. 3 e 4 – Costi principali che pesano sulla quotazione e costi ricorrenti per le società quotate

Secondo un'indagine del 2019 condotta da PwC e Economist Intelligence Unit, il 36% dei manager individua nei costi di quotazione e derivanti dallo status di quotata la causa principale della minore attrattività dei mercati azionari². Come già menzionato, tali costi diventano ancora più rilevanti per le PMI in ragione della maggiore incidenza dei costi fissi e soprattutto del maggior peso relativo dei costi indiretti. In particolare, il

² PwC e Economist Intelligence Unit (2019), Capital markets in 2030: the future of capital markets.

CMU Action Plan cita **gli oneri amministrativi, gli alti costi di quotazione e il rispetto delle regole di quotazione come i principali fattori che scoraggiano le società ad intraprendere la via della quotazione.** Risulta quindi riduttivo riportare il quesito ad una mera analisi dei costi diretti relativi ai consulenti: occorre invece risalire alle cause che scaturiscono dai costi indiretti di quotazione e di società quotata. Una semplificazione mirata delle regole di quotazione esistenti contribuirebbe a ridurre i costi di compliance ed eliminerebbe un ostacolo rilevante che trattiene le PMI dallo sfruttare i mercati pubblici.

Prendendo ad esempio il caso italiano, **tra i costi di quotazione rientra la redazione di un'ampia gamma di documentazione legale**, tra i quali il prospetto informativo in due lingue e con due formati distinti, il Piano Industriale, il Memorandum sul Sistema di Controllo di Gestione, al quale si aggiungono le attestazioni rilasciate dall'emittente alle Autorità competenti. Lato prospetto, l'istruttoria risulta estremamente dettagliata e replica di fatto l'attività delle banche e dei consulenti. Da ciò derivano una serie di voci di costo significative per le imprese quotande, non solo concretamente in termini di consulenza legale, finanziaria e contabile, ma anche in termini di tempo dedicato dal top management nella sua redazione, specialmente per società di piccole dimensioni che non possiedono una struttura manageriale sufficientemente ampia per poter distribuire il carico di lavoro senza pesare sulla gestione ordinaria del business.

Anche sul fronte dei costi in via continuativa il peso maggiore è dato dai costi indiretti, ed in particolare dai **costi di compliance rispetto alla normativa di riferimento.** La normativa MAR comporta una serie di disposizioni onerose e requisiti continui in seguito alla quotazione che disincentivano le società a rimanere quotate. Inoltre, i costi per conformarsi ai requisiti MAR sono molto alti e in costante aumento: da una consultazione pubblica della Commissione UE³ emerge che le disposizioni più onerose sono rappresentate dalla tenuta del registro insider, il ritardo nella divulgazione, il market sounding e l'identificazione delle persone strettamente associate.

Quesito n. 5 – Peso della compliance con i requisiti di quotazione e post quotazione

Come già illustrato nei punti precedenti, la **normativa MAR ha reso più complessa la gestione dell'informazione privilegiata**, ponendola di fatto in capo all'emittente e con aree di incertezza nell'applicazione che determinano rischi di compliance. Non vi è dubbio che questo rappresenti il principale costo di compliance per gli emittenti sia in ambito di IPO che post quotazione.

Un altro elemento di rilievo da questo punto di vista è dato dall'**obbligo di redazione del prospetto per società già quotate che procedano con emissioni secondarie di titoli o che richiedano l'ammissione a quotazione su mercati regolamentati, se quotate su SGM.** Andrebbe riconosciuto che le società quotate sono già trasparenti e che qualsiasi prospetto successivo dovrebbe concentrarsi solo su informazioni veramente nuove per quella specifica transazione. Anche **la necessità di redazione del prospetto nella lingua dello Stato Membro di origine**, ove richiesto dalla normativa dei singoli Stati Membri, rappresenta una tutela eccessiva che pone in capo agli emittenti un ulteriore onere derivante dalla redazione di due prospetti anziché uno solo in lingua inglese.

Quesito n. 6 – Misure volte ad incentivare l'accesso ai mercati dei capitali da parte delle imprese UE

³ Commissione Europea (2018), Feedback statement of the public consultation on building a proportionate regulatory environment to support SME listing.

Per incentivare l'accesso ai mercati dei capitali è necessario un set di modifiche regolamentari che agiscano su più fronti e supportino tutti gli stakeholder. Di seguito una disamina delle misure proposte nella consultazione e di alcune ulteriori misure che favorirebbero l'accesso ai mercati da parte delle imprese UE:

<p>Utilizzo di strutture azionarie a voto multiplo</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Le strutture azionarie a voto multiplo sono già utilizzate con successo in diversi paesi UE e si sono rivelate uno strumento efficace per migliorare l'attrattività dei mercati e mitigare il rischio di perdita di controllo • Secondo alcuni componenti del Gruppo di lavoro si dovrebbe introdurre, per gli emittenti che desiderano quotarsi o sono già quotati su un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione, la possibilità di adottare strutture di diritti di voto multipli con un rapporto fino ad 1:20, senza prevedere un obbligo di <i>sunset clause</i>. Altri membri del Gruppo ritengono invece che si potrebbe valutare una misura che permetta alle società quotate di introdurre nei propri statuti il solo voto plurimo (anche fino a un massimo di 10 voti), a condizione di subordinare l'approvazione della relativa modifica statutaria ad un meccanismo di <i>whitewash</i> non condizionato a soglie minime di rappresentatività del capitale, ritenuto necessario a protezione delle minoranze. Secondo questa impostazione resterebbe comunque ferma la possibilità, per le società non quotate, di mantenere il voto plurimo previsto prima della quotazione, senza necessità di sottoporlo a ulteriore voto dell'assemblea.
<p>Chiarimento sulle modalità per il dual listing</p>	<ul style="list-style-type: none"> • A fronte di notevoli complessità tecniche e procedurali sia in fase di quotazione che in via continuativa, l'utilità del dual listing ai fini dell'ampliamento della base azionaria non è del tutto evidente e non rappresenta un elemento chiave di attrattività dei mercati
<p>Abbassamento / eliminazione dei requisiti minimi di flottante</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Ad eccezione dei segmenti di mercato a più alti requisiti, come ad esempio Euronext STAR Milan, i requisiti di mercato sul flottante stabiliti dalle società di gestione sui mercati UE non impattano in maniera significativa sulla decisione delle imprese di quotarsi.

<p>Ulteriori misure rilevanti ai fini dell'accesso ai mercati dei capitali delle imprese UE</p>	
<p>Introdurre un'unica definizione di PMI per i mercati dei capitali</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Definire tutte le società quotate in qualsiasi tipo di mercato la cui capitalizzazione di mercato è inferiore a 1 miliardo di euro come società a piccola e media capitalizzazione (SMC) • Allineare le definizioni di PMI facendo riferimento alle SMC in diversi atti legislativi sui servizi finanziari • Allineare la definizione di PMI nelle linee guida dell'UE sul finanziamento del rischio con la definizione di SMC
<p>Semplificazione del prospetto e dei requisiti di quotazione</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Limitare il numero di pagine di un prospetto di IPO a 300 per gli emittenti SMC, sintesi inclusa • Per le emissioni secondarie e per i trasferimenti da mercati di crescita a mercati regolamentati prevedere un documento

	<p>semplificato, con contenuto limitato alle condizioni dell'offerta, accompagnato dalla dichiarazione che la società ha soddisfatto gli obblighi di informazione continua e di financial reporting. Il documento dovrebbe essere trasmesso all'autorità competente ma non soggetto ad approvazione.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Permettere agli emittenti di redigere il prospetto in inglese, lingua abitualmente utilizzata nella sfera della finanza internazionale, indipendentemente dalla lingua ufficiale accettata dall'Autorità competente • Abolire l'obbligo di stampa del prospetto e incentivare l'uso del formato elettronico • Estendere la possibilità di scegliere lo Stato Membro d'origine agli emittenti dell'UE di titoli azionari e non azionari con importo inferiore a 1.000 euro per unità • Concedere lo status di emittente frequente dalla prima approvazione del DRU da parte dell'Autorità competente. Se un DRU approvato o depositato è parte integrante del prospetto, questo non dovrebbe essere incluso nel processo di controllo. • Definire delle linee guida rivolte agli operatori del mercato azionario per semplificare le regole di quotazione
<p>Rivisitazione del regime MAR</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Chiarire cosa costituisce un'informazione privilegiata e quando dovrebbe essere divulgata (applicando un approccio a due fasi). In particolare, la MAR dovrebbe distinguere tra "una definizione di informazione privilegiata ai fini del divieto di abuso di mercato e una nozione più 'avanzata' di informazione privilegiata, tipicamente legata a un maggior grado di certezza dell'informazione, che fa scattare l'obbligo di divulgazione" • Semplificare gli obblighi in relazione a liste di insider, market sounding e segnalazioni di internal dealing. In particolare, eliminare l'obbligo per gli emittenti SMC di tenere un registro degli insider, o prevedere solo l'obbligo di tenere un registro degli insider permanenti. • Stabilire un regime sanzionatorio più proporzionato • Chiarire il regime dei contratti di liquidità UE affinché rispecchino le pratiche esistenti
<p>Incentivi fiscali alla ricerca su SMC e adeguamento della normativa sugli aiuti di Stato</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Incoraggiare gli Stati Membri ad introdurre misure per promuovere la copertura della ricerca azionaria di tutte le SMC quotate • Sostenere la ricerca SMC, sia indipendente che incaricata, con i fondi del FESR • Rivedere nelle Risk Finance Guidelines la definizione di PMI quotata in sedi alternative (i.e. MTF e SGM) per rendere compatibili gli incentivi fiscali alle PMI con le norme sugli aiuti di Stato • Estendere l'attuale esenzione per i "costi di scouting" ai costi per la ricerca condotta per le PMI quotate in sedi alternative

Quesito n. 7 – Fattori che impediscono lo sviluppo di una base di investitori istituzionali e retail per titoli di PMI

L’asimmetria informativa tra investitore ed impresa è alla base della maggiore difficoltà nell’accesso ai mercati da parte delle PMI e, come individuato nella consultazione, determina minore attrattività e liquidità delle imprese, maggiore cautela degli investitori verso le SMC e minore partecipazione della base di investitori retail. Per alleviare questo fenomeno è necessario agire su diversi fronti: emittenti, intermediari e investitori.

Dal lato degli emittenti, andrebbe data **maggiore visibilità alle SMC che soddisfano criteri più stringenti a favore del mercato**, come ad esempio un flottante più elevato, criteri di governance e remunerazione più stringenti, maggiore trasparenza verso il mercato con reporting trimestrale e con copertura di ricerca. In questo senso, il modello STAR di Borsa Italiana rappresenta un caso virtuoso che andrebbe incentivato anche al di fuori del mercato italiano. Andrebbero inoltre **supportate le imprese nel sostenere i costi di quotazione**, prevedendo uno specifico sistema permanente di crediti d’imposta a fronte di tali costi, come già avviene in Italia dove però questa misura ha un carattere congiunturale. Sempre in tema di incentivi fiscali, **andrebbero previsti crediti d’imposta per i costi sostenuti dagli emittenti per la produzione di ricerca azionaria che ha per oggetto SMC**. Allo stesso modo, **andrebbero incentivati fiscalmente gli intermediari a produrre tale ricerca azionaria in maniera autonoma** poiché a seguito dell’entrata in vigore di MiFID II e dell’*unbundling* dei costi di ricerca tale attività risulta essere di fatto antieconomica per gli intermediari.

Sul fronte degli investitori, andrebbero esortati gli Stati Membri a promuovere **schemi di incentivazione fiscale sotto forma di credito d’imposta per investimenti in SMC**, come avvenuto nei casi di successo di Italia e Svezia. Con riferimento all’investitore retail, andrebbe prevista una **nuova categorizzazione di “investitore retail qualificato” che possa essere inclusa nella MiFID II sotto la definizione di clienti professionali su richiesta**, fatto salvo il soddisfacimento di alcuni requisiti finanziari in termini di patrimonio o esperienza in ambito finanziario. L’obiettivo è coniugare la protezione dell’investitore retail con una maggiore flessibilità che permetta di aprire nuove opportunità per una fascia più esperta di investitori retail.