



•ALERT•

24 LUGLIO 2024

Il Listing Package, un traguardo importante per i mercati dei capitali dell'Unione Europea

In aprile il Parlamento europeo ha approvato un insieme di proposte, il cd. *Listing Package*, mirato a rafforzare l'attrattiva della quotazione delle PMI nei mercati di crescita alle stesse dedicate, nonché a diminuire la frammentazione della disciplina applicata dai vari stati membri dell'Unione Europea.

Si tratta di un passo importante nella regolamentazione dei mercati dei capitali nell'Unione Europea con un discreto impatto specie per quanto inerisce *small e mid cap*.

Nello specifico, sulla base del pacchetto di riforme presentato dalla Commissione europea in data 7 dicembre 2022, il Parlamento ha approvato:

- le proposte di modifica al Regolamento UE 1129/2017 ("**Regolamento Prospetto**"), al Regolamento UE 596/2014 ("**Regolamento MAR**") e al Regolamento UE 600/2014 sui mercati degli strumenti finanziari;
- la proposta di introduzione di una nuova direttiva in tema di azioni a voto plurimo (la "**Nuova Direttiva**"; nonché
- le proposte di modifica alla Direttiva 65/2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e di abrogazione della Direttiva 34/2001 in tema di ammissione di valori mobiliari a quotazione.

Il testo della riforma dovrà essere approvato in via definitiva dal Consiglio europeo ed entrerà in vigore a seguito della pubblicazione in Gazzetta Ufficiale UE, ad oggi, prevista entro fine 2024. Seguirà una nuova nota illustrativa sul *Listing Package*, una volta concluso l'iter legislativo.

Analizziamo di seguito le principali proposte di modifica al Regolamento Prospetto, al Regolamento MAR e alla Nuova Direttiva.

REGOLAMENTO PROSPETTO

La riforma al Regolamento Prospetto si concentra sulla semplificazione degli obblighi di comunicazione connessi alla richiesta di ammissione alla negoziazione sui mercati (*IPO*), da una parte, mediante la riduzione della lunghezza, della complessità e dei costi relativi alla pubblicazione dei prospetti, e dall'altra parte, tramite l'armonizzazione e semplificazione del processo



di controllo e approvazione di tali prospetti da parte dell'autorità.

Si propone che le esenzioni dall'obbligo di pubblicare il prospetto previste nel Regolamento Prospetto siano ulteriormente estese mediante:

- introduzione di un sistema a "doppia soglia" per il quale si prevede una soglia principale per un corrispettivo aggregato totale nell'Unione Europea pari a Euro 12.000.000 per emittente o offerente, calcolato su un periodo di 12 mesi, mentre gli Stati membri dovrebbero poter decidere di applicare una soglia pari a Euro 5.000.000. Pertanto, al di sotto della soglia di Euro 12.000.000 o Euro 5.000.000, le offerte pubbliche di titoli dovrebbero essere esentate dall'obbligo di pubblicare un prospetto;
- introduzione di una nuova esenzione da prospetto con riferimento all'offerta di titoli fungibili con titoli già ammessi alla negoziazione nello stesso mercato (sia regolamentato, sia di crescita per le PMI) da meno di 18 mesi e a condizione che tali nuovi titoli non superino il 30% di quelli già in circolazione (cd. *secondary issuance*), nonché estensione dell'esenzione, questa volta senza limiti di importo, per l'offerta di titoli fungibili con titoli già ammessi alla negoziazione da almeno 18 mesi; in tali casi e al soddisfacimento delle relative condizioni, l'emittente dovrebbe limitarsi a redigere un documento di 11 facciate - non soggetto ad approvazione da parte dell'autorità competente - contenente le informazioni indicate nell'allegato IX del Regolamento Prospetto;
- innalzamento al 30% della soglia di esenzione da prospetto con riferimento all'ammissione di titoli fungibili con titoli già ammessi alla negoziazione nello stesso mercato regolamentato, su un periodo di 12 mesi;
- innalzamento della soglia al 30% del numero di titoli già

ammessi alla negoziazione nello stesso mercato con riferimento al prospetto per l'ammissione alla negoziazione di azioni risultanti dalla conversione, scambio di altri titoli o dall'esercizio dei diritti conferiti da altri titoli.

In materia di redazione dei prospetti, sono proposte le seguenti riforme:

- introduzione di un prospetto standard, sia per i titoli di capitale che per titoli diversi, al fine di ridurre i costi di quotazione e creare convergenza in tutta l'Unione Europea, con un limite di pagine (300 facciate), e la possibilità di includere informazioni tramite riferimento;
- disapplicazione di alcune disposizioni in merito alla forma del prospetto, nei confronti degli emittenti che chiedono l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato nell'Unione Europea e che contemporaneamente offrono titoli a investitori in un paese terzo o li collocano privatamente al di fuori della stessa (ad esempio, in caso di pubblicazione di un *international offering circular* in linea con il *Securities Act* per l'offerta di titoli negli Stati Uniti);
- semplificazione del procedimento per l'ottenimento del deposito di documenti di registrazione universali senza approvazione preventiva, mediante l'approvazione del documento di registrazione universale da parte dell'autorità competente per un solo esercizio finanziario;
- introduzione di un nuovo schema di prospetto semplificato "*follow-on*" (in sostituzione del prospetto UE della ripresa) dedicato a offerte pubbliche o ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato di titoli fungibili o non fungibili con titoli già ammessi alla negoziazione, nonché in caso di passaggio da un mercato di crescita per le PMI a un mercato regolamentato (cd. *translisting*), a condizione che i loro titoli (salvo l'emittente abbia emesso solo titoli diversi da quelli di capitale) siano ammessi alla negoziazione in un mercato di crescita per le PMI continuativamente da almeno 18 mesi;
- semplificazione dello schema di prospetto di emissione UE della crescita a disposizione delle PMI, degli emittenti diversi dalle PMI i cui titoli sono ammessi o devono essere ammessi alla negoziazione su un mercato di crescita per le PMI e delle piccole imprese non quotate il cui corrispettivo totale dei titoli offerti al pubblico non supera Euro 50 milioni su un periodo di 12 mesi;
- limitazione del numero fattori di rischio, eliminazione dei rischi generici ed elencazione, in ciascuna categoria, dei fattori di rischio più rilevanti in modo coerente con la valutazione effettuata dall'emittente.

MODIFICHE AL REGOLAMENTO MAR

Le proposte di modifica del Regolamento MAR perseguono l'obiettivo di migliorare la chiarezza giuridica, riconsiderare i requisiti sproporzionati per gli emittenti e accrescere l'attrattiva complessiva dei mercati dei capitali dell'Unione Europea, garantendo nel contempo un adeguato livello di tutela degli investitori e di integrità del mercato.

Vengono riassunte di seguito le principali novità. Con riferimento alle informazioni privilegiate sono state proposte le seguenti modifiche:

- nel caso di persone incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari, è proposto un ampliamento della definizione di "informazione privilegiata" al fine di non limitarsi esclusivamente a chi esegue l'ordine e includere invece tutte le categorie di persone che potrebbero essere a conoscenza di un ordine futuro;
- in materia di processo prolungato di formazione dell'informazione privilegiata, l'emittente dovrebbe comunicare solo le informazioni relative all'evento finale di tale processo prolungato, non più le singole tappe intermedie (ad esempio, per gli accordi contrattuali si dovrebbe ritenere che l'evento finale si sia verificato quando le condizioni essenziali di tali accordi sono state concordate);
- il conferimento alla Commissione europea del potere di adottare un atto delegato per stabilire e riesaminare, ove necessario, un elenco non esaustivo di informazioni pertinenti e, per ciascuna informazione, il momento in cui si può ragionevolmente prevedere che l'emittente sia tenuto a comunicarla al pubblico;
- con riferimento alla disciplina del ritardo, l'emittente potrà ritardare la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, qualora: (i) sussista un legittimo interesse in capo all'emittente nel ritardare la comunicazione, (ii) la comunicazione che si intende ritardare non è in contrasto con le ultime informazioni comunicate al pubblico e (iii) sia garantita la confidenzialità dell'informazione.

Per i sondaggi di mercato (i.e. *market soundings*) è stato proposto, in via conforme con quanto previsto per il concetto di informazione privilegiata, di estendere la definizione di "sondaggio di mercato" fino a comprendere anche le comunicazioni di informazioni a cui non segue alcun annuncio specifico di un'operazione, in modo tale da permettere ai partecipanti al mercato di beneficiare anche in questo caso della protezione di cui all'art. 11 del Regolamento MAR. Si propongono altresì ulteriori accorgimenti atti a garantire alle autorità competenti di poter esercitare i propri poteri di controllo nei processi che possono comportare la comunicazione di informazioni privilegiate a terzi.

In tema di obblighi di comunicazione in merito ai programmi di riacquisto di azioni proprie (cfr. Regolamento MAR, art. 5), gli stessi dovrebbero essere limitati consentendo agli emittenti di comunicare le informazioni sulle operazioni effettuate solo all'autorità competente del mercato più rilevante in termini di liquidità per le loro azioni mentre di diffondere al mercato esclusivamente informazioni in termini di volume aggregato e prezzo medio ponderato per giorno e per sede di negoziazione.

In materia di elenchi di persone aventi accesso a informazioni privilegiate (cfr. Regolamento MAR, art. 18, par. 6), sia su base regolare sia su base occasionale, la proposta consiste nell'introduzione di un formato unico semplificato con minor richiesta di informazioni. In questo contesto, l'intento è quello di superare la previsione di cui all'art. 18, par. 6, del Regolamento MAR che, da una parte, limita l'obbligo per gli emittenti i cui strumenti finanziari sono negoziati in un mercato di crescita per le PMI a

inserire nei loro elenchi soltanto le persone che hanno accesso regolare a informazioni privilegiate, dall'altra parte, attribuisce agli stati membri la facoltà di chiedere agli emittenti la redazione di elenchi più esaustivi, con conseguenti oneri eccessivi di informazioni su tali soggetti.

Per quanto riguarda invece gli obblighi di comunicazione gravanti su coloro che esercitano funzioni di amministrazione, controllo o di direzione, nonché le persone a loro strettamente legate (cd. *internal dealing*), le proposte sono le seguenti:

- innalzamento della soglia di rilevanza da Euro 5.000 a Euro 20.000 (cfr. Regolamento MAR, art. 19, par. 8), tuttavia, gli stati membri dovrebbero avere la facoltà di aumentare la soglia a Euro 50.000 o ridurla fino a Euro 10.000, ove giustificato alla luce delle condizioni del mercato nazionale;
- in tema di *black out period* (cfr. Regolamento MAR, art. 19, par. 11), l'esenzione dall'obbligo del periodo di chiusura dovrebbe essere estesa al fine di includere tra i programmi dedicati ai dipendenti non solo quelli relativi a strumenti finanziari diversi dalle azioni, ma anche le garanzie o i diritti a strumenti diversi dalle azioni;
- il divieto di compiere operazioni o attività non dovrebbe riguardare quelle operazioni attività che dipendono esclusivamente da fattori esterni o che non comportano decisioni di investimento attiva da parte di persone che esercitano funzioni di amministrazione, controllo o direzione.

Infine, ulteriori proposte sono state inserite in merito (i) all'eliminazione dell'obbligo di accettare i termini e le condizioni dei contratti di liquidità imposto ai gestori dei mercati di crescita per le PMI; (ii) all'introduzione di una serie di misure atte a migliorare la sorveglianza dei mercati, anche con riferimento a operazioni transfrontaliere; nonché (iii) alla riformulazione dell'impianto sanzionatori previsto dal Regolamento MAR in modo da liquidare l'importo delle sanzioni in via proporzionale alle dimensioni dell'impresa.

DIRETTIVA SULLE AZIONI A VOTO PLURIMO

La proposta di Nuova Direttiva europea sulle azioni a voto plurimo si incardina nel processo di definizione di strutture di capitale e di *governance* atte a garantire il mantenimento del controllo dell'emittente in capo agli azionisti fondatori a fronte della diluizione della proprietà derivante dall'ammissione a negoziazione.

In questo contesto, gli stati membri dovrebbero concedere alle società di capitali di adottare strutture con azioni a voto plurimo o di modificarle al fine di chiedere l'ammissione alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione, nonché nei casi in cui le società passano da un sistema multilaterale a un mercato regolamentato (cd. *translisting*).

Al fine di salvaguardare i diritti degli azionisti con diritti di voto inferiori, con la Nuova Direttiva si suggeriscono i seguenti accorgimenti:

- la decisione in merito all'introduzione delle azioni a voto plurimo dovrebbe essere adottata dall'assemblea degli azionisti con una maggioranza qualificata e, in caso di più categorie di azioni, tali decisioni dovranno essere oggetto di votazione distinta;
- in caso di adozione o la modifica di strutture con azioni a voto plurimo in un momento precedente all'ammissione di azioni alla negoziazione, l'esercizio di tali poteri di voto potenziati dovrà essere condizionato all'ammissione; pertanto, fino a quel momento, le azioni a voto plurimo dovrebbero avere gli stessi diritti di voto delle altre categorie di azioni;
- introduzione di un rapporto massimo tra il numero di voti connessi alle azioni a voto plurimo e il numero di voti connessi alle azioni con i diritti di voto minori;
- in alternativa, la Nuova Direttiva propone di prevedere in assemblea maggioranze qualificate con riferimento a particolari decisioni, le quali potranno essere assunte in base al numero totale dei voti espressi e al capitale sociale rappresentato in assemblea, oppure in base al numero totale dei voti espressi e ai voti espressi all'interno di ciascuna categoria di azioni interessata alle azioni.

Al fine di assumere decisioni informate in materia di investimenti nonché rafforzare la fiducia nel buon funzionamento dei mercati di capitali, sarà altresì necessario inserire nel prospetto o nel documento di ammissione informazioni chiare e complete in materia di struttura azionaria delle società, ivi incluse l'indicazione di eventuali limitazioni alla circolazione delle azioni e al diritto di voto.

CONTATTI

capitalmarkets@lcalex.it

Benedetto Lonato

benedetto.lonato@lcalex.it

Martina Lacalamita

martina.lacalamita@lcalex.it

Giuditta Rege

giuditta.rege@lcalex.it

Alessandro Iustulin

alessandro.iustulin@lcalex.it