



Consiglio  
dell'Unione europea

Bruxelles, 30 maggio 2018  
(OR. en)

9402/18

---

---

**Fascicolo interistituzionale:  
2018/0165 (COD)**

---

---

**EF 149  
ECOFIN 500  
CODEC 869**

## **PROPOSTA**

---

Origine:	Jordi AYET PUIGARNAU, Direttore, per conto del Segretario Generale della Commissione europea
Data:	25 maggio 2018
Destinatario:	Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, Segretario Generale del Consiglio dell'Unione europea

---

n. doc. Comm.:	COM(2018) 331 final
----------------	---------------------

---

Oggetto:	Proposta di REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO che modifica i regolamenti (UE) n. 596/2014 e (UE) 2017/1129 per quanto riguarda la promozione dell'uso dei mercati di crescita per le PMI
----------	---

---

Si trasmette in allegato, per le delegazioni, il documento COM(2018) 331 final.

All.: COM(2018) 331 final



Bruxelles, 24.5.2018  
COM(2018) 331 final

2018/0165 (COD)

Proposta di

**REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO**

**che modifica i regolamenti (UE) n. 596/2014 e (UE) 2017/1129 per quanto riguarda  
la promozione dell'uso dei mercati di crescita per le PMI**

(Testo rilevante ai fini del SEE)

{SEC(2018) 247 final} - {SWD(2018) 243 final} - {SWD(2018) 244 final}

## RELAZIONE

### 1. CONTESTO DELLA PROPOSTA

#### • **Motivi e obiettivi della proposta**

Ampliare l'accesso alle fonti di finanziamento basate sul mercato per le imprese europee in ogni fase del loro sviluppo è un obiettivo fondamentale dell'Unione dei mercati dei capitali (UMC). Dall'avvio del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali, l'Unione europea ha compiuto notevoli progressi per aumentare le fonti di finanziamento via via che le imprese si espandono ed aumentare la disponibilità di finanziamenti basati sul mercato in tutta l'UE. Sono già in vigore nuove norme per stimolare gli investimenti dei fondi UE per il capitale di rischio (EuVECA) nelle *start-up* e nelle piccole e medie imprese. Insieme al Fondo europeo per gli investimenti, la Commissione ha inoltre lanciato un programma paneuropeo di fondi di capitali di rischio (VentureEU) per stimolare in tutta Europa gli investimenti nelle *start-up* e nelle imprese in fase di espansione (*scale-up*) innovative. Sono già state adottate nuove norme sui prospetti per sostenere le imprese che raccolgono fondi sui mercati pubblici di capitale e debito. È in corso la creazione di un nuovo prospetto UE della crescita per le piccole imprese e le imprese a media capitalizzazione che intendono reperire fondi in tutta l'UE. Inoltre, per migliorare l'accesso ai finanziamenti per *start-up* e imprenditori, la Commissione ha proposto un marchio europeo per le piattaforme di *crowdfunding* basato sugli investimenti e basato sul prestito (“fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese”).

Tuttavia, occorre fare di più per sviluppare un quadro normativo più idoneo a favorire l'accesso ai finanziamenti pubblici da parte delle piccole e medie imprese (PMI). Tale obiettivo dovrebbe essere conseguito in particolare promuovendo la denominazione “mercato di crescita per le PMI” introdotta dalla seconda direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID II)<sup>1</sup> e trovando il giusto equilibrio tra tutela degli investitori e integrità del mercato, da un lato, e rimozione degli oneri amministrativi inutili, dall'altro.

Nella revisione intermedia del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali<sup>2</sup> del giugno 2017 la Commissione ha incentrato maggiormente l'attenzione sull'accesso delle PMI ai mercati pubblici. A questo proposito, essa si è impegnata a pubblicare una valutazione d'impatto allo scopo di valutare se modifiche mirate alla pertinente normativa dell'UE consentirebbero di instaurare un contesto normativo più proporzionato in grado di favorire la quotazione delle PMI sui mercati pubblici.

Le piccole e medie imprese (PMI) neoquotate sono un importante volano per gli investimenti e l'occupazione. Le imprese neoquotate spesso superano le aziende private in termini di crescita annuale e aumento della forza lavoro. Le imprese quotate sono meno dipendenti dai finanziamenti bancari e beneficiano di una base di investimenti più diversificata, di un più facile accesso a capitale azionario aggiuntivo e al finanziamento del debito (attraverso offerte secondarie) e di una maggiore visibilità pubblica e del marchio.

Tuttavia, nonostante i vantaggi, i mercati pubblici dell'UE per le PMI fanno fatica ad attirare nuovi emittenti. Il numero di offerte pubbliche iniziali sui mercati dedicati alle PMI è diminuito considerevolmente nell'Unione europea a seguito della crisi e non è più aumentato in modo significativo. Di conseguenza, l'Europa sta producendo un numero di offerte

---

<sup>1</sup> Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE.

<sup>2</sup> Comunicazione della Commissione sulla revisione intermedia del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali ({SWD(2017) 224 final} e {SWD(2017) 225 final}, 8 giugno 2017).

pubbliche iniziali delle PMI che corrisponde solo alla metà di quelle generate prima della crisi finanziaria: nel periodo 2006-2007 sono state generate in media 478 offerte pubbliche iniziali l'anno, mentre tra il 2009 e il 2017 ne sono state generate in media 218 sui sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) per le PMI dell'UE. Tra il 2006 e il 2007 sono stati raccolti in media 13,8 miliardi di EUR l'anno sugli MTF europei dedicati alle PMI attraverso offerte pubbliche iniziali. Tale somma è scesa a 2,55 miliardi di EUR in media tra il 2009 e il 2017.

Vi sono molti fattori che spingono le PMI a quotarsi in borsa e gli investitori a investire in strumenti finanziari per le PMI. La valutazione d'impatto<sup>3</sup> indica che i mercati pubblici per le PMI si trovano ad affrontare due tipi di sfide a livello normativo: i) sul versante dell'offerta, gli emittenti devono sostenere costi di conformità elevati per la quotazione sui mercati pubblici; ii) sul versante della domanda, la liquidità insufficiente può pesare sugli emittenti (a causa dei costi più elevati del capitale), sugli investitori (che possono essere riluttanti a investire nelle PMI in prima istanza a causa degli scarsi livelli di liquidità e dei rischi di volatilità correlati) e sugli intermediari del mercato (i cui modelli di business dipendono dal flusso degli ordini dei clienti sui mercati liquidi).

#### *Ambito dell'iniziativa: Mercati di crescita per le PMI*

Questa iniziativa è strettamente confinata ai mercati di crescita per le PMI<sup>4</sup> e alle imprese quotate in tali sedi di negoziazione. I mercati di crescita per le PMI sono una nuova categoria di sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), introdotti dalla seconda direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari nel gennaio 2018.

Nel valutare se gli emittenti che sono PMI ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati dovessero beneficiare di semplificazioni normative equivalenti, si è deciso di limitare i beneficiari alle emittenti ammesse alla negoziazione sui mercati di crescita per le PMI. Gli obblighi imposti agli emittenti sui mercati regolamentati dovrebbero applicarsi in modo analogo, indipendentemente dalle dimensioni dell'impresa. L'introduzione di obblighi diversi per le PMI rispetto alle imprese ad alta capitalizzazione rischiano di confondere i portatori di interesse (in particolare gli investitori).

#### *Contesto normativo attuale*

Le imprese quotate su un mercato di crescita per le PMI sono tenute a rispettare alcune norme UE, in particolare il regolamento sugli abusi di mercato<sup>5</sup> (MAR) e il regolamento relativo al prospetto<sup>6</sup>.

Dalla sua entrata in vigore, il 1° luglio 2016, il **regolamento sugli abusi di mercato** è stato esteso agli MTF, inclusi i mercati di crescita per le PMI. Il presente regolamento mira a rafforzare l'integrità del mercato e la fiducia degli investitori. Esso vieta: i) di abusare o tentare di abusare di informazione privilegiate, ii) di raccomandare ad altri di abusare di informazioni privilegiate o indurre altri ad abusare di informazioni privilegiate, iii) di

---

<sup>3</sup> Valutazione d'impatto {SWD(2018)243} e {SWD(2018)244}.

<sup>4</sup> Affinché un mercato sia qualificato come mercato di crescita per le PMI, almeno il 50% degli emittenti che vi negoziano strumenti finanziari devono essere PMI, che secondo la definizione della direttiva MiFID II sono imprese con una capitalizzazione di borsa media inferiore a 200 milioni di EUR sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili.

<sup>5</sup> Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato).

<sup>6</sup> Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato.

comunicare in modo illecito informazioni privilegiate<sup>7</sup> o iv) di effettuare manipolazioni di mercato o tentare di effettuare manipolazioni di mercato. Il regolamento impone inoltre agli emittenti diversi obblighi d’informativa e di registrazione. In particolare, gli emittenti interessati sono tenuti a rispettare l’obbligo generale di comunicare il prima possibile al pubblico le informazioni privilegiate. Rafforzando l’integrità del mercato ed estendendo agli MTF il regime in materia di abusi di mercato, il regolamento sugli abusi di mercato ha avuto un ruolo fondamentale nel ripristino della fiducia degli investitori nei mercati finanziari.

Tuttavia, il presente atto legislativo è un regolamento basato su un approccio indifferenziato. Quasi tutti gli obblighi che impone si applicano allo stesso modo a tutti gli emittenti, a prescindere dalle loro dimensioni o dalle sedi di negoziazione in cui i loro strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione. Il regolamento contiene solo due adeguamenti limitati per gli emittenti quotati sui mercati di crescita per le PMI. Il primo consente alle sedi di negoziazione che operano su un mercato di crescita per le PMI di pubblicare informazioni privilegiate sul sito web della sede di negoziazione (anziché sul sito web dell’emittente). Il secondo consente agli emittenti quotati sui mercati di crescita per le PMI di produrre elenchi delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate solo su richiesta di un’authority nazionale competente. Tuttavia, l’effetto di questa semplificazione è limitato, dato che le imprese sono comunque tenute a raccogliere e memorizzare tutte le informazioni pertinenti per poter produrre su richiesta elenchi delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate.

Un prospetto è un documento richiesto per legge contenente informazioni su una determinata impresa quando dei titoli vengono offerti al pubblico o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. Nell’ambito del piano d’azione per l’Unione dei mercati dei capitali, l’Unione europea ha già reso più facile e meno costoso l’accesso delle imprese più piccole ai mercati pubblici, in particolare grazie al meno oneroso “prospetto UE della crescita” previsto dal regolamento riveduto sul prospetto. Un emittente può chiedere l’ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato dopo avere emesso per alcuni anni le sue azioni su un mercato di crescita per le PMI. Ciò gli consentirebbe di beneficiare di una maggiore liquidità e di avere accesso a un maggior numero di investitori. Tuttavia, lo stesso emittente che volesse trasferire le sue azioni da un mercato di crescita per le PMI a un mercato regolamentato dovrebbe produrre un prospetto completo, poiché le imprese che si trovano in questa situazione non possono ricorrere a uno schema di prospetto semplificato.

La diffusione dello “status” di mercato di crescita per le PMI è limitata dal numero ridotto di semplificazioni attualmente previste dalla normativa dell’UE per gli emittenti quotati in questo nuovo tipo di sedi di negoziazione. L’obiettivo generale della presente iniziativa è pertanto quello di introdurre adeguamenti tecnici al corpus di norme dell’UE al fine di: i) ridurre gli oneri amministrativi e i costi di conformità alla normativa che le PMI devono sostenere nel momento in cui i loro strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione in un mercato di crescita per le PMI, garantendo nel contempo un elevato livello di tutela degli investitori e l’integrità del mercato; e ii) aumentare la liquidità degli strumenti di capitale quotati sui mercati di crescita per le PMI.

Tali modifiche normative mirate previste dalla presente proposta non rianimeranno di per sé completamente l’accesso ai mercati pubblici per le PMI. Tuttavia, esse affrontano il problema degli ostacoli normativi che, come segnalato da vari portatori di interesse, impediscono alle PMI di raccogliere capitali sui mercati pubblici. Allo stesso tempo tuttavia preservano i più elevati standard di tutela degli investitori e integrità del mercato. Qualsiasi modifica dovrebbe pertanto essere vista come un primo passo nella giusta direzione, e non come un rimedio

---

<sup>7</sup> Ciò si verifica se una persona fisica o giuridica comunica informazioni privilegiate in una situazione diversa dal normale esercizio del suo lavoro, della sua professione o delle sue funzioni.

unico. Inoltre, la presente proposta di regolamento non è una revisione del regolamento sugli abusi di mercato (in applicazione da meno di due anni) o del regolamento sul prospetto (sul quale i colegislatori hanno trovato un accordo di recente e che entrerà in applicazione da luglio 2019). La presente proposta (unitamente alle modifiche previste dal regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione) intende apportare solo modifiche tecniche per rendere più proporzionato il quadro giuridico dell'UE applicabile alle PMI quotate. Essa garantirà che la denominazione “mercato di crescita per le PMI”, introdotta dalla MiFID II nel gennaio 2018, sia utilizzata dai vari MTF che si concentrano sulle PMI in tutta l'UE.

- **Coerenza con le disposizioni vigenti nel settore normativo interessato**

La presente iniziativa è inoltre coerente con il vigente quadro normativo. La direttiva MiFID II precisa che l'obiettivo dei mercati di crescita per le PMI dovrebbe essere quello di “facilitare l'accesso al capitale per le piccole e medie imprese” e che è “opportuno prestare attenzione alle modalità con cui la regolamentazione futura dovrà favorire e promuovere ulteriormente l'utilizzo di tale mercato in modo da renderlo attraente agli occhi degli investitori, ridurre gli oneri amministrativi e fornire ulteriori incentivi per l'accesso da parte delle PMI ai mercati dei capitali attraverso i mercati di crescita per le PMI”<sup>8</sup>. I considerando 6 e 55 del regolamento sugli abusi di mercato invitano in modo esplicito a ridurre i costi amministrativi per gli emittenti più piccoli quotati sui mercati di crescita per le PMI.

Diversi atti dell'UE contengono già disposizioni specifiche per questo nuovo tipo di sede di negoziazione, come il recente regolamento sul prospetto<sup>9</sup> e il regolamento sui depositari centrali di titoli (CSDR)<sup>10</sup>. L'obiettivo di queste disposizioni è ridurre gli oneri amministrativi che gravano sugli emittenti dei mercati di crescita per le PMI e migliorare la liquidità degli strumenti finanziari negoziati su tali mercati.

Poiché i costi per la redazione di un prospetto possono essere sproporzionatamente elevati per le PMI, il regolamento sul prospetto ha introdotto un “prospetto UE della crescita” semplificato. Esso è disponibile in particolare per le PMI che operano sui mercati di crescita per le PMI e per le imprese diverse dalle PMI con una capitalizzazione di mercato inferiore a 500 milioni di EUR i cui titoli sono negoziati su un mercato di crescita per le PMI<sup>11</sup>. Inoltre, gli emittenti i cui titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato di crescita per le PMI da almeno 18 mesi ininterrottamente potranno beneficiare di un regime di informativa semplificato per le emissioni secondarie<sup>12</sup>.

Il regolamento sui depositari centrali di titoli (CSDR) impone una procedura di acquisto forzoso (*buy-in*) obbligatoria per tutti gli strumenti finanziari non consegnati entro un determinato periodo dalla data di regolamento prevista (ossia due giorni dopo la negoziazione, la cosiddetta regola “N+2”). Al tempo stesso, il CSDR contiene norme adattate alle peculiarità dei mercati di crescita per le PMI. La procedura di acquisto forzoso è attivata dopo un periodo della durata massima di 15 giorni per le operazioni sui mercati di crescita per le PMI, mentre tale durata massima è di quattro giorni per i titoli liquidi e di sette giorni per gli altri titoli di carattere illiquido. Tali norme specifiche per gli strumenti finanziari negoziati sui mercati di crescita per le PMI sono state introdotte al fine di “*tenere conto della liquidità di tali mercati*

---

<sup>8</sup> MiFID II, considerando 132.

<sup>9</sup> Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato.

<sup>10</sup> Regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 luglio 2014, relativo al miglioramento del regolamento titoli nell'Unione europea e ai depositari centrali di titoli.

<sup>11</sup> Articolo 15 del regolamento sul prospetto.

<sup>12</sup> Articolo 14 del regolamento sul prospetto.

*e consentire, in particolare, l'attività di supporto agli scambi in questi mercati meno liquidi*"<sup>13</sup>.

La presente proposta di regolamento è pertanto compatibile con i suddetti regolamenti dell'UE esistenti, in quanto mira a ridurre gli oneri che gravano sui mercati di crescita per le PMI e a promuovere la liquidità degli strumenti di capitale ammessi alla negoziazione in tali sedi di negoziazione.

La presente proposta di regolamento è inoltre coerente con alcune modifiche che si prevede di apportare al regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione ai fini della direttiva 2014/65/UE (MiFID II). Tali modifiche sono state incluse anche nella stessa valutazione d'impatto e sono volte a: i) modificare la definizione di PMI emittente di strumenti diversi dagli strumenti di capitale sui mercati di crescita per le PMI; ii) rendere facoltativo l'obbligo di produrre una relazione semestrale per gli emittenti di strumenti diversi dagli strumenti di capitale sui mercati di crescita per le PMI; iii) imporre un flottante obbligatorio agli emittenti che desiderano essere ammessi alla negoziazione su un mercato di crescita per le PMI. Tali misure: i) determineranno un aumento del numero di emittenti che emettono solo strumenti di debito rientranti nella definizione di piccole e medie imprese, il che a sua volta consentirebbe a un maggior numero di MTF di registrarsi come mercati di crescita per le PMI e agli emittenti su tali mercati di beneficiare di requisiti normativi semplificati, ii) consentiranno ai gestori del mercato di adattare meglio le loro regole per la quotazione alle condizioni locali e iii) faranno in modo che le azioni quotate sui mercati di crescita per le PMI non siano troppo illiquide in fase di ammissione.

- **Coerenza con le altre normative dell'Unione**

La presente proposta legislativa mira a integrare gli obiettivi dell'Unione dei mercati dei capitali, al fine di ridurre l'eccessivo ricorso al finanziamento bancario e di diversificare le fonti di finanziamento basate sul mercato per le imprese europee. Dopo la pubblicazione nel 2015 del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali, la Commissione ha attuato un ampio pacchetto di misure legislative e non legislative volte a incrementare i finanziamenti mediante capitale di rischio in Europa. Tra queste misure figurano la creazione di un fondo di fondi di capitale di rischio sostenuto dal bilancio dell'UE e la revisione del regolamento relativo ai fondi europei per il venture capital (EuVECA) e ai fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF)<sup>14</sup>. In particolare, il riesame ha aumentato la capacità dei fondi EuVECA di investire nelle PMI quotate sui mercati di crescita per le PMI.

---

<sup>13</sup> Considerando 18 del regolamento CSDR.

<sup>14</sup> Regolamento (UE) 2017/1991, del 25 ottobre 2017, che modifica il regolamento (UE) n. 345/2013 relativo ai fondi europei per il venture capital e il regolamento (UE) n. 346/2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale.

Nel marzo 2018, nell'ambito del piano d'azione Fintech<sup>15</sup>, la Commissione europea ha presentato una proposta di regolamento sui fornitori di servizi di crowdfunding<sup>16</sup>. Una volta concordato a livello di UE, il nuovo regolamento consentirà alle piattaforme di richiedere un passaporto dell'UE sulla base di un unico insieme di norme. In tal modo, esse potranno offrire più facilmente i loro servizi in tutta l'UE. Anche se il mercato europeo del *crowdfunding* è poco sviluppato rispetto ad altre grandi economie mondiali, le nuove norme dovrebbero migliorare l'accesso a questa forma di finanziamento innovativa per i piccoli investitori e le imprese di piccole dimensioni che necessitano di finanziamenti, in particolar modo le *start-up*, e favorire una crescita più rapida del mercato dell'UE.

Nel contesto dell'Unione dei mercati dei capitali, la Commissione sta altresì promuovendo i mercati del collocamento privato, che consentono alle imprese di raccogliere capitali mediante l'emissione di strumenti di debito a favore di investitori istituzionali o altri investitori esperti. Da un recente studio dal titolo *Identifying market and regulatory obstacles to the development of private placement of debt in the EU*<sup>17</sup> (effettuato per conto della Commissione) è emerso che il regime dei sondaggi di mercato di cui al regolamento sugli abusi di mercato può ostacolare lo sviluppo di questa fonte di finanziamento nell'UE. Tale ostacolo normativo scoraggia sia gli investitori che gli emittenti dal condurre negoziazioni per queste operazioni.

Rendendo più semplice la quotazione delle imprese sui mercati di crescita per le PMI, la presente iniziativa contribuirà a facilitare la raccolta di capitali da parte delle imprese europee. Essa contribuirà a creare una "scala dei finanziamenti" (*funding escalator*) in grado di fornire canali di finanziamento diversificati per le imprese in ciascuna fase del loro sviluppo. La dinamicità dei mercati pubblici è essenziale per completare le suddette azioni dell'Unione dei mercati dei capitali. Mercati pubblici dinamici per le piccole imprese e le imprese a media capitalizzazione possono promuovere lo sviluppo di capitali privati e capitali di rischio, fornendo opportunità di uscita agevole. Senza la possibilità di uscire dai loro investimenti, i fondi di capitale di rischio e di capitale privato saranno meno propensi a bloccare il loro denaro durante il periodo di crescita di un'impresa. I mercati azionari pubblici per le PMI possono stimolare inoltre gli investimenti in *equity crowdfunding*. Al pari degli investitori di capitale di rischio, anche gli investitori in *equity crowdfunding* cercano un'uscita per i loro investimenti e richiedono pertanto mercati dei capitali ben funzionanti e liquidi da utilizzare come via di uscita per le imprese in crescita che essi sostengono in una fase iniziale. Questa iniziativa mira anche ad eliminare gli ostacoli di carattere normativo derivanti dall'applicazione del regime dei sondaggi di mercato di cui al regolamento sugli abusi di mercato al collocamento privato di obbligazioni con investitori istituzionali da parte delle PMI quotate.

---

<sup>15</sup> Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo, COM (2018) 109 final.

<sup>16</sup> Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, COM(2018)113.

<sup>17</sup> BCG e Linklaters, *Study on Identifying the market and regulatory Obstacles to the Development of Private Placements of Debt instruments in the EU*, 2017.



## 2. BASE GIURIDICA, SUSSIDIARIETÀ E PROPORZIONALITÀ

### • Base giuridica

La base giuridica del regolamento sugli abusi di mercato e del regolamento sul prospetto è l'articolo 114 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE), che attribuisce alle istituzioni europee la competenza per stabilire le opportune disposizioni aventi come obiettivo la creazione e il funzionamento del mercato unico. Detti regolamenti possono essere modificati soltanto dal legislatore dell'Unione, nel caso di specie sulla base dell'articolo 114 del trattato.

A norma dell'articolo 4 del TFUE, l'azione dell'UE per il completamento del mercato interno deve essere valutata alla luce del principio di sussidiarietà di cui all'articolo 5, paragrafo 3, del trattato sull'Unione europea. Secondo il principio di sussidiarietà, l'UE dovrebbe intervenire solo se gli obiettivi dell'azione proposta non possono essere conseguiti in misura sufficiente dai soli Stati membri ed è pertanto richiesta un'azione a livello di UE.

### • Sussidiarietà (per la competenza non esclusiva)

A norma dell'articolo 4 del TFUE, l'azione dell'UE per il completamento del mercato interno deve essere valutata alla luce del principio di sussidiarietà di cui all'articolo 5, paragrafo 3, del trattato sull'Unione europea. Secondo il principio di sussidiarietà, l'UE dovrebbe intervenire solo se gli obiettivi dell'azione proposta non possono essere conseguiti in misura sufficiente dai soli Stati membri ed è pertanto richiesta un'azione a livello di UE.

Occorre valutare se le questioni in gioco presentano aspetti transnazionali e se gli obiettivi delle azioni proposte non possono essere conseguiti in misura sufficiente dagli Stati membri nel quadro del loro sistema costituzionale nazionale (il cosiddetto "criterio di necessità"). A tale riguardo, va osservato che gli MTF che si concentrano sulle PMI (e sui potenziali mercati di crescita per le PMI) hanno una natura più locale rispetto ai mercati regolamentati. Al tempo stesso, tali sedi di negoziazione hanno un'evidente dimensione transfrontaliera, sia perché gli investitori potrebbero investire in sedi di negoziazione al di fuori dei loro Stati membri di origine sia perché gli emittenti spesso quotano le proprie azioni o obbligazioni in una sede di negoziazione situata in un altro Stato membro.

Il primo obiettivo dell'iniziativa è quello di eliminare gli oneri amministrativi inutili al fine di consentire alle PMI di accedere più facilmente ai mercati pubblici per le azioni e le obbligazioni, diversificando così le loro fonti di capitale provenienti da tutta l'UE (e preservando nel contempo un livello elevato di integrità del mercato e di tutela degli investitori). Il secondo obiettivo è quello di incrementare la liquidità delle azioni emesse dagli emittenti dei mercati di crescita per le PMI. Il conseguimento di questi obiettivi si tradurrà in un aumento dei flussi transfrontalieri di capitale e, in ultima istanza, in crescita economica e creazione di posti di lavoro in tutti gli Stati membri dell'UE.

Le prescrizioni amministrative imposte alle PMI derivano dall'applicazione del regolamento sugli abusi di mercato e del regolamento sul prospetto. Tali regolamenti europei sono giuridicamente vincolanti in tutti gli Stati membri. Essi non concedono agli Stati membri la flessibilità di adattare le norme alle condizioni locali o alle dimensioni degli emittenti o delle imprese di investimento. I problemi derivanti da dette disposizioni possono essere affrontati in modo efficace solo attraverso modifiche legislative a livello europeo<sup>18</sup>. Le alternative

---

<sup>18</sup> Causa Vodafone C-58/08: "Qualora un atto fondato sull'art. 95 CE abbia già eliminato qualsiasi ostacolo agli scambi nel settore da esso armonizzato, il legislatore comunitario non può essere privato della possibilità di adeguare tale atto a qualsivoglia modificazione delle circostanze o evoluzione delle

possibili, ossia un'azione non legislativa a livello di Unione (ad esempio, linee guida emesse dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati e azioni a livello di Stati membri), potrebbero non consentire di raggiungere in maniera sufficiente ed efficace gli obiettivi fissati, in quanto non permetterebbero di modificare le disposizioni dei regolamenti.

Anche la liquidità degli strumenti finanziari per le PMI (in particolare le azioni) è ostacolata da carenze normative derivanti dal regolamento sugli abusi di mercato. In particolare, tale regolamento impone agli Stati membri di istituire una prassi di mercato ammessa al fine di consentire agli emittenti nella loro giurisdizione di sottoscrivere un contratto di fornitura di liquidità con un intermediario. Solo quattro Stati membri hanno già istituito una tale prassi, il che significa che gli emittenti di 24 Stati membri non possono usufruire di questa possibilità. Ciò determina una frammentazione del mercato unico e una distorsione della concorrenza tra gli emittenti che hanno la possibilità di stipulare un contratto di liquidità e quelli che non hanno questa possibilità. Attività di negoziazione limitate possono portare gli investitori ad avere una percezione negativa della liquidità delle azioni quotate sui mercati di crescita per le PMI e compromettere la credibilità e l'attrattiva di queste nuove sedi di negoziazione. È necessaria un'azione dell'UE per fare in modo che i problemi individuati a livello di regolamentazione derivanti dalle norme dell'UE siano adeguatamente affrontati e la liquidità su tali mercati possa essere aumentata.

Occorre valutare se gli obiettivi potrebbero essere conseguiti meglio mediante interventi a livello europeo (la cosiddetta "verifica del valore aggiunto europeo"). Grazie alla sua portata, l'azione dell'UE potrebbe ridurre gli oneri amministrativi che gravano sugli emittenti che sono PMI, garantendo nel contempo condizioni di parità tra gli emittenti. Essa consente di evitare distorsioni della concorrenza tra i mercati di crescita per le PMI e preserva un elevato livello di tutela degli investitori e di integrità del mercato.

Per quanto riguarda gli ostacoli regolamentari che pregiudicano la fornitura di liquidità, un'azione a livello nazionale comporterebbe la frammentazione giuridica e potrebbe determinare distorsioni della concorrenza dei mercati di crescita per le PMI in tutti gli Stati membri. Al fine di assicurare l'uniformità e la certezza giuridica è preferibile optare per un'azione a livello europeo. Ciò consentirà di conseguire in maniera efficace gli obiettivi della seconda direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (in particolare la creazione di mercati di crescita per le PMI) e agevolerà maggiormente gli investimenti transfrontalieri e la concorrenza tra le borse, preservando nel contempo il regolare funzionamento dei mercati.

- **Proporzionalità**

Le misure proposte per ridurre gli oneri che gravano sulle PMI quotate rispettano il principio di proporzionalità. Esse sono adeguate per il conseguimento degli obiettivi e non vanno al di là di quanto necessario. Il regolamento sugli abusi di mercato prevede un'opzione in base alla quale gli Stati membri possono ridurre gli oneri che gravano sugli emittenti (ad esempio, a norma dell'articolo 19, paragrafo 9, le autorità nazionali competenti possono decidere di innalzare da 5 000 EUR a 20 000 EUR la soglia al di sopra della quale le operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione devono essere comunicate al pubblico), e la Commissione ha deciso di non legiferare al fine di lasciare agli Stati membri la flessibilità di adattare questa prescrizione alle condizioni locali. In assenza della flessibilità necessaria per adattare il regolamento sugli abusi di mercato alle condizioni locali, un'azione legislativa a livello di UE è assolutamente necessaria al fine di ridurre gli oneri amministrativi che gravano sugli emittenti dei mercati di crescita per le PMI.

---

conoscenze, in considerazione del compito affidatogli di vigilare alla protezione degli interessi generali riconosciuti dal Trattato.”

La misura volta a migliorare la liquidità (la creazione di un ventinovesimo regime sui contratti di liquidità per gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI; cfr. infra la spiegazione dettagliata delle disposizioni specifiche della proposta) rappresenta un buon equilibrio, in quanto prevede la fissazione di norme paneuropee sui contratti di liquidità e al tempo stesso concede agli Stati membri la flessibilità di adottare una prassi di mercato ammessa sui contratti di liquidità (ad esempio per estendere l'ambito di applicazione di tali contratti ai titoli illiquidi diversi dalle azioni dei mercati di crescita per le PMI o per adeguare gli obblighi contrattuali alle peculiarità locali).

- **Scelta dell'atto giuridico**

Le modifiche legislative proposte sono volte in particolare a ridurre gli oneri amministrativi e i costi di conformità che gravano sugli emittenti dei mercati di crescita per le PMI e derivano dall'applicazione del regolamento sugli abusi di mercato e del regolamento sul prospetto. La presente iniziativa mira inoltre a promuovere la liquidità facendo in modo che tutti gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI nell'UE possano stipulare un contratto di fornitura di liquidità.

A tal fine, le misure legislative modificheranno le attuali disposizioni del regolamento sugli abusi di mercato e del regolamento sul prospetto. Poiché molte delle modifiche necessarie sarebbero lievi modifiche dei testi legislativi esistenti, esse possono essere convogliate tutte in un regolamento omnibus. La base giuridica del regolamento sul prospetto e del regolamento sugli abusi di mercato è l'articolo 114, paragrafo 1, del TFUE. Tutti i regolamenti di modifica hanno quindi la stessa base giuridica.

### **3. RISULTATI DELLE VALUTAZIONI EX POST, DELLE CONSULTAZIONI DEI PORTATORI DI INTERESSI E DELLE VALUTAZIONI D'IMPATTO**

- **Consultazioni dei portatori di interessi**

- (a) Consultazione pubblica sulla creazione di un contesto normativo proporzionato per la quotazione delle PMI

Il 18 dicembre 2017 i servizi della Commissione hanno avviato una consultazione pubblica sulla quotazione delle PMI, incentrata su tre aspetti principali: 1) come integrare il concetto di mercato di crescita per le PMI introdotto dalla MiFID II, 2) come ridurre gli oneri gravanti sulle imprese quotate sui mercati di crescita per le PMI e 3) come promuovere gli ecosistemi che circondano le borse valori locali, in particolare al fine di migliorare la liquidità delle azioni quotate in tali sedi di negoziazione. La Commissione ha ricevuto 71 risposte, inviate da portatori di interesse di 18 Stati membri<sup>19</sup>.

---

<sup>19</sup> 6 autorità pubbliche (2 ministeri delle finanze, 4 autorità nazionali competenti); 18 borse; 35 associazioni di settore (6 per gli intermediari, 14 per i gestori di investimenti/le banche di investimento, 4 per gli assicuratori, 3 per il settore contabile/della revisione contabile, 2 per le agenzie di rating del credito, 4 per gli emittenti, 1 per gli schemi pensionistici), 2 NGO, 2 società di consulenza/studi legali, 2 banche di promozione, 1 istituto universitario; gruppo di portatori di interesse del mercato mobiliare dell'ESMA e gruppo di utenti dei servizi finanziari. Le risposte sono pervenute da portatori di interesse dei seguenti 18 Stati membri: AT, BE, CZ, DE, DK, EE, EL, ES, FI, FR, HR, IE, IT, LV, NL, PL, SE, UK.

Interrogati sui motivi per i quali poche PMI richiedono di essere quotate sui mercati pubblici europei, molti portatori di interesse hanno menzionato gli oneri amministrativi che gravano sulle PMI e derivanti dalle norme in materia di abusi di mercato, trasparenza e comunicazione. Essi hanno inoltre asserito che il regolamento sugli abusi di mercato è difficile da interpretare e quindi ostacola il rispetto della normativa europea da parte delle PMI.

La maggior parte dei portatori di interesse ha inoltre affermato che il regime delle operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione è molto oneroso e costoso, dichiarandosi favorevole all'estensione del termine per la notifica delle operazioni, all'innalzamento della soglia oltre la quale le operazioni devono essere notificate e all'attribuzione all'autorità nazionale competente della responsabilità di comunicare le operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione. Per quanto riguarda gli elenchi delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate, la grande maggioranza dei partecipanti alla consultazione ritiene che l'obbligo sia oneroso e complesso, sebbene necessario. In media, essi si sono dichiarati favorevoli ad obbligare gli emittenti a presentare tali elenchi solo su richiesta dell'autorità nazionale competente o a mantenere solo un elenco di "persone aventi accesso permanente a informazioni privilegiate". Solo una piccola minoranza si è dichiarata favorevole all'esenzione totale degli emittenti sui mercati di crescita per le PMI dall'obbligo di mantenere elenchi delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate. Dei pochi portatori di interesse che hanno espresso un parere sulla necessità di giustificare il ritardo nella comunicazione delle informazioni privilegiate, la maggioranza ritiene che gli emittenti debbano essere obbligati a fornire la giustificazione solo su richiesta dell'autorità nazionale competente e debbano invece essere esentati dall'obbligo di registrare le comunicazioni. Dei portatori di interesse che hanno espresso un parere al riguardo, una netta maggioranza ritiene che il collocamento privato delle obbligazioni sui mercati di crescita per le PMI debba essere esentato dalle norme in materia di sondaggi di mercato quando gli investitori sono coinvolti in negoziazioni relative all'emissione.

Dei partecipanti che hanno espresso un parere, la maggioranza è favorevole a concedere semplificazioni a tutte le imprese quotate sui mercati di crescita per le PMI. Essi hanno asserito che il principio di un insieme uniforme di norme per lo stesso mercato è necessario per garantire chiarezza e assicurare l'accettazione da parte degli investitori, emittenti e intermediari finanziari. Tuttavia, un certo numero di sedi di negoziazione e di rappresentanti di emittenti ha affermato che le semplificazioni normative dovrebbero essere concesse a tutte le PMI, a prescindere dal fatto che siano quotate in un sistema multilaterale di negoziazione o in un mercato regolamentato.

La maggioranza dei portatori di interesse si è dichiarata contraria alla definizione di norme sul trasferimento obbligatorio degli emittenti da un mercato di crescita per le PMI a un mercato regolamentato, in quanto ritiene che tale trasferimento debba essere a discrezione dell'emittente. Tuttavia, alcuni portatori di interesse ritengono che i trasferimenti di quotazioni debbano essere agevolati attraverso opportuni incentivi normativi, volti a ridurre gli oneri amministrativi e il costo delle quotazioni sui mercati regolamentati. Vari portatori di interesse hanno affermato che tali incentivi potrebbero assumere la forma di un'esenzione dal prospetto o di un prospetto semplificato quando un emittente passa da un mercato di crescita per le PMI a un mercato regolamentato. Per quanto riguarda le misure volte a migliorare la liquidità, i partecipanti al mercato hanno ampiamente riconosciuto i vantaggi dei contratti di liquidità. La maggior parte dei portatori di interesse che hanno espresso un parere ritiene che sia opportuno definire un quadro dell'UE, anche se molti hanno insistito sulla necessità di mantenere la flessibilità di poter adattare tali contratti alle condizioni locali. Alcune autorità

nazionali competenti hanno espresso il timore che tali prassi potrebbero dar luogo a comportamenti di manipolazione dei prezzi. Altre autorità nazionali competenti tuttavia ritengono che non ci sia da preoccuparsi, a condizione che il quadro sia calibrato per evitare le manipolazioni che le attuali prassi di mercato ammesse consentono.

(b) Revisione intermedia dell'UMC.

Il 20 gennaio 2017 i servizi della Commissione hanno avviato una consultazione pubblica sulla revisione intermedia dell'Unione dei mercati dei capitali. Molti partecipanti hanno chiesto un riesame proporzionato dei diversi obblighi imposti agli emittenti non finanziari, in particolare alle PMI. Tali obblighi sono stati considerati troppo onerosi e tali da indurre detti emittenti a rinunciare alla quotazione in borsa.

Per quanto riguarda il quadro giuridico applicabile alle imprese quotate, i partecipanti hanno criticato diversi aspetti del regolamento sugli abusi di mercato. Ad esempio, le norme relative alle operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione sono state criticate in quanto ritenute troppo onerose per le imprese quotate nei sistemi multilaterali di negoziazione. La definizione di informazioni privilegiate è stata ritenuta troppo complessa e tale da comportare il rischio di una divulgazione anticipata e prematura delle informazioni da parte degli emittenti quotati. Alcuni partecipanti ritengono che il campo di applicazione delle norme in materia di sondaggi di mercato previste dal regolamento sugli abusi di mercato sia troppo ampio e che molti partecipanti al mercato sarebbero riluttanti a partecipare a un sondaggio di mercato in cui verrebbero testati a causa del rischio giuridico in cui potrebbero incorrere. Secondo altri partecipanti, l'estensione del regolamento sugli abusi di mercato alle imprese quotate nei sistemi multilaterali di negoziazione ha reso più costoso l'accesso ai mercati pubblici, a causa dei costi diretti del monitoraggio e della diffusione delle informazioni privilegiate.

(c) Invito a presentare contributi sul quadro di regolamentazione dell'UE in materia di servizi finanziari.

Il 30 settembre 2015 i servizi della Commissione hanno lanciato un invito a presentare contributi volto a migliorare la qualità del quadro normativo vigente in materia di servizi finanziari, compresi quelli che potrebbero essere direttamente interessati dalle misure previste dall'Unione dei mercati dei capitali. Sebbene si siano dichiarati in linea di massima favorevoli a riforme della regolamentazione del mercato dei capitali, i partecipanti hanno espresso preoccupazioni circa il modo in cui la normativa in materia di abusi di mercato, prospetti e mercati dei valori mobiliari incide sul finanziamento delle PMI.

Per quanto riguarda il regime in materia di abusi di mercato e i mercati di crescita per le PMI, alcuni partecipanti hanno sostenuto che il regime in materia di abusi di mercato grava gli emittenti sui mercati di crescita per le PMI di oneri elevati, che potrebbero in ultima analisi tradursi in una riduzione dell'attività e, di conseguenza, dei finanziamenti per le PMI. Particolari preoccupazioni sono state sollevate riguardo all'estensione degli obblighi previsti dal regime per le imprese quotate negli MTF, come la fornitura di elenchi delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate e la notifica delle operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione.

- **Assunzione e uso di perizie**

Il 14 novembre 2017 i servizi della Commissione hanno organizzato un seminario tecnico con circa 25 rappresentanti di borse valori di 27 Stati membri. Lo scopo del seminario era quello di discutere delle disposizioni tecniche e delle possibili semplificazioni del quadro normativo relativo all'accesso delle PMI ai mercati pubblici, in vista della consultazione pubblica del 2017 sulla creazione di un contesto normativo proporzionato per la quotazione delle PMI.

La maggior parte dei partecipanti ha asserito che il regolamento sugli abusi di mercato ha introdotto obblighi onerosi per gli emittenti che sono PMI e imposto requisiti rigorosi, nonostante il ruolo importante che riveste in termini di fiducia degli investitori. I partecipanti hanno ravvisato le cause di tali oneri nella natura delle informazioni privilegiate e nel livello di dettaglio richiesto per la divulgazione di queste informazioni. La difficoltà di individuare con chiarezza quali informazioni debbano essere ritenute privilegiate costituisce un problema per alcuni partecipanti. Un numero ridotto di portatori di interesse ha criticato il fatto che le sanzioni applicabili a norma del regolamento sugli abusi di mercato non sono proporzionate per le imprese quotate nei sistemi multilaterali di negoziazione, la cui capitalizzazione di mercato è spesso inferiore a 10 milioni di EUR. Per quanto riguarda gli elenchi delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate, un paio di partecipanti hanno sottolineato che l'esenzione introdotta per i mercati di crescita per le PMI non ha senso, in quanto gli emittenti sarebbero in ogni caso tenuti a fornire ex post detti elenchi e a disporre di processi appositi. Molti portatori di interesse si sono lamentati dei termini rigorosi entro i quali le persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione sono tenute a comunicare le loro operazioni, sostenendo che il termine di tre giorni dovrebbe essere portato a cinque giorni o che agli emittenti dovrebbero essere concessi due giorni in più per comunicare tali informazioni. Alcuni di loro hanno anche spiegato che le operazioni effettuate dalle persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione dovrebbero essere notificate soltanto se significative, ossia se il loro valore è superiore alla soglia attuale (5 000 EUR). Tre sedi di negoziazione hanno inoltre convenuto che le norme del regolamento sugli abusi di mercato non dovrebbero applicarsi allo stesso modo agli emittenti di azioni e a coloro che emettono solo titoli di debito. Infine, un partecipante ha spiegato che, poiché la maggior parte delle obbligazioni delle PMI è collocata privatamente, l'esenzione dalle norme in materia di sondaggi di mercato per i collocamenti privati rappresenterebbe una reale semplificazione.

È stato osservato che i partecipanti al mercato apprezzerebbero una maggiore chiarezza sui contratti di fornitura di liquidità, considerata la loro importanza sia per gli intermediari che per le imprese. Alcuni portatori di interesse hanno spiegato che le prassi di mercato ammesse in materia di fornitura di liquidità non dovrebbero essere eliminate, raccomandando la certezza del diritto in materia.

Il 28 novembre 2017 i servizi della Commissione hanno inoltre organizzato un seminario tecnico che ha riunito circa 30 rappresentanti di emittenti, investitori, broker e altri intermediari finanziari.

La grande maggioranza dei portatori di interesse ha dichiarato di ritenere che l'applicazione del regolamento sugli abusi di mercato impone costi considerevoli alle PMI. Alcuni di essi hanno suggerito di abbandonare completamente tale regolamento per i mercati dedicati alle PMI o di tornare al precedente regime, dato che il nuovo regime spesso induce le imprese a rimuovere dalla quotazione le loro azioni. I portatori di interesse hanno osservato che l'esenzione dall'obbligo di tenere e aggiornare un elenco di persone aventi accesso a informazioni privilegiate è di scarsa utilità, dal momento che l'autorità nazionale competente potrebbe comunque chiedere a un'impresa di fornire un'enorme quantità di informazioni, il che è difficilmente gestibile per i piccoli emittenti. Alcuni partecipanti hanno fatto notare che l'abuso di informazioni privilegiate (*insider trading*) costituisce un grande rischio e può avere effetti negativi sulla fiducia degli investitori. Pertanto, mantenere almeno la sezione permanente dell'elenco delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate potrebbe rappresentare una soluzione equilibrata. Per quanto riguarda le operazioni effettuate dalle persone che esercitano funzioni di amministrazione, molti portatori di interesse hanno asserito che l'estensione del termine di tre giorni per l'invio della notifica al mercato non

comprometterebbe la tutela degli investitori. Pochi portatori di interesse hanno dichiarato che 20 000 EUR rappresenterebbero una soglia più proporzionata per la comunicazione delle operazioni effettuate dalle persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione, anche se tale soglia potrebbe essere ulteriormente innalzata senza compromettere l'integrità del mercato. Altri portatori di interesse hanno affermato che obbligando l'autorità nazionale competente a rendere pubbliche le operazioni effettuate dalle persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione si ridurrebbero gli oneri che gravano sugli emittenti. Alcuni partecipanti hanno sostenuto che i trasferimenti delle quotazioni da un mercato di crescita per le PMI a un mercato regolamentato dovrebbero essere incentivati attraverso un prospetto meno oneroso.

- **Valutazione d'impatto**

La presente proposta è accompagnata da una valutazione d'impatto, che è stata presentata il 19 marzo 2018 e approvata con riserva dal comitato per il controllo normativo il 22 aprile 2018.

Il comitato per il controllo normativo ha chiesto di modificare il progetto di valutazione d'impatto al fine di chiarire: i) la motivazione dell'iniziativa dal punto di vista della sussidiarietà; ii) in che modo è stata determinata la portata dell'iniziativa (in termini di misure da includere e modalità di raggruppamento di tali misure in opzioni); iii) in che modo le opzioni privilegiate inciderebbero sulla tutela degli investitori. Le osservazioni del comitato sono state prese in considerazione nel redigere la versione finale della valutazione d'impatto.

La valutazione d'impatto analizza diverse opzioni d'intervento per conseguire il duplice obiettivo di ridurre gli oneri amministrativi per gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI e promuovere la liquidità degli strumenti di capitale quotati in tali sedi di negoziazione, mantenendo nel contempo un elevato livello di tutela degli investitori e integrità del mercato.

La Commissione ha analizzato i problemi che potrebbero ostacolare la fornitura di strumenti finanziari sui mercati di crescita per le PMI e la domanda di tali strumenti (in particolare la questione della liquidità che potrebbe dissuadere gli investitori dall'investire in tali mercati). La valutazione d'impatto cita tre fattori ai quali imputare tali problemi: 1) gli oneri normativi che gravano sulle PMI quotate derivanti dall'applicazione del regolamento sugli abusi di mercato, 2) la definizione inadeguata dei mercati di crescita per le PMI e 3) l'assenza di meccanismi per promuovere la negoziazione e la liquidità sui mercati di crescita per le PMI.

Va osservato che alcuni dei problemi descritti derivano dall'applicazione del secondo livello della MiFID II e saranno gestiti attraverso modifiche specifiche del regolamento delegato 2017/565 della Commissione.

La tabella seguente fornisce una sintesi delle varie semplificazioni per gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI (previste dal regolamento sugli abusi di mercato e dal regolamento sul prospetto) e delle misure intese a promuovere la liquidità delle azioni delle PMI, come pure il loro impatto sui portatori di interesse.

Opzioni prescelte	Impatto sui pertinenti mercati/settori
<b>Opzioni preferite per il regolamento sugli abusi di mercato</b>	
<p>Adozione di un nuovo termine per rendere pubbliche le operazioni effettuate dalle persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione (due giorni dalla data di notifica da parte delle persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione)</p>	<p>Tale opzione permetterebbe di ridurre gli oneri amministrativi per i mercati di crescita per le PMI, che disporrebbero così di un periodo di tempo sufficiente per rendere pubbliche le operazioni effettuate dalle persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione. La modifica del momento di inizio del periodo di tempo dovrebbe avere un'incidenza minima o nulla sull'integrità del mercato.</p>
<p>Obbligo di mantenere un elenco di "persone aventi accesso permanente a informazioni privilegiate".</p>	<p>Tale opzione permetterebbe di ridurre gli oneri per gli emittenti, evitando i costi connessi all'elaborazione di un elenco ad hoc di persone aventi accesso a informazioni privilegiate per ciascuna informazione privilegiata. L'impatto sulla capacità delle autorità nazionali competenti di individuare gli abusi di informazioni privilegiate sarebbe minimo poiché tali autorità, di fatto, ricorrono raramente agli elenchi di persone aventi accesso a informazioni privilegiate.</p>
<p>Necessità di giustificare solo su richiesta i ritardi nella comunicazione delle informazioni privilegiate (e nessuna necessità di registrare le comunicazioni)</p>	<p>Ciò ridurrebbe gli oneri amministrativi per gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI, esentandoli dalla registrazione di un lungo elenco di informazioni (registrazione delle comunicazioni). L'impatto sull'integrità del mercato sarebbe minimo, in quanto le autorità nazionali competenti continuerebbero ad essere avvisate in caso di ritardi e manterrebbero la facoltà di chiedere una giustificazione (preparata ex post dagli emittenti).</p>
<p>Esenzione dei collocamenti privati negoziati delle obbligazioni con gli investitori istituzionali dal regime dei sondaggi di mercato qualora sia in atto una procedura <i>wall-crossing</i> alternativa</p>	<p>Tale opzione permetterebbe di ridurre gli oneri amministrativi sia per gli emittenti (e per coloro che agiscono per loro conto) sia per gli investitori e agevolerebbe l'emissione di collocamenti privati. Con una procedura <i>wall-crossing</i> alternativa tutte le parti sarebbero consapevoli dei loro obblighi in materia di comunicazione delle informazioni privilegiate.</p>
<p>Creazione di un regime europeo per i contratti di fornitura di liquidità per gli emittenti di azioni dei mercati di crescita per le PMI, consentendo nel contempo alle autorità nazionali competenti di istituire prassi di mercato ammesse</p>	<p>Tale opzione consentirebbe di aumentare la liquidità e di ridurre la volatilità delle azioni delle PMI, accrescendo in tal modo l'attrattiva dei mercati di crescita per le PMI per investitori, intermediari e borse.</p>



### Opzioni preferite per il regolamento sul prospetto

Creazione di un “prospetto di trasferimento” semplificato per gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI quotati da almeno tre anni che intendono passare ai mercati regolamentati

Ciò consentirebbe alle imprese di passare più facilmente dal mercato di crescita per le PMI al mercato regolamentato, in quanto esse avrebbero la possibilità di produrre un prospetto semplificato.

La valutazione d’impatto osserva inoltre che, per motivi di coerenza, semplicità e chiarezza sia per gli investitori che per gli emittenti, le semplificazioni previste dal regolamento sugli abusi di mercato dovrebbero andare a vantaggio di tutte le imprese quotate nei mercati di crescita per le PMI e non solo delle PMI quotate in tali sedi di negoziazione.

La valutazione d’impatto conclude che il “pacchetto” di misure proposto (attraverso la presente proposta di regolamento omnibus e le modifiche mirate previste al secondo livello della MiFID II) contribuirà all’obiettivo generale dell’Unione dei mercati dei capitali di agevolare l’accesso delle imprese più piccole ai mercati dei capitali. Il pacchetto di misure sosterrà le imprese quotate sui mercati di crescita per le PMI, riducendo i loro oneri amministrativi e consentendo una maggiore liquidità. Tuttavia, la valutazione d’impatto sottolinea anche che le misure normative previste dalla presente iniziativa non avrebbero un impatto radicale sulla situazione delle piccole imprese che intendono quotarsi in borsa.

#### • **Efficienza normativa e semplificazione**

La presente iniziativa mira, in parte, a ridurre i costi di conformità per gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI. È il caso delle modifiche previste per quanto concerne il regolamento sugli abusi di mercato, che porterebbero a una riduzione annuale dei costi stimata tra 4,03 milioni di EUR e 9,32 milioni di EUR. Ciò rappresenterebbe per ciascun emittente una riduzione del 15-17,5% dei costi derivanti dall’applicazione del regolamento sugli abusi di mercato. La creazione di un “prospetto di trasferimento” per il passaggio degli emittenti da un mercato di crescita per le PMI a un mercato regolamentato permetterebbe di conseguire una riduzione annuale dei costi stimata tra 4,8 e 7,2 milioni di EUR. Il “prospetto di trasferimento” ridurrebbe i costi sostenuti per la preparazione di tale documento del 25-28,5%.

#### • **Diritti fondamentali**

Le misure legislative future devono essere conformi ai pertinenti diritti fondamentali sanciti nella Carta dei diritti fondamentali dell’UE. La proposta rispetta i diritti fondamentali e osserva i principi riconosciuti dalla Carta, in particolare la libertà d’impresa (articolo 16) e la protezione dei consumatori (articolo 38). Dato che mira ad alleggerire gli oneri amministrativi che gravano sui piccoli emittenti, la presente iniziativa contribuirebbe a migliorare il diritto alla libertà d’impresa. Le modifiche previste al regolamento sugli abusi di mercato e al regolamento sul prospetto non dovrebbero avere alcun impatto sulla protezione dei consumatori, in quanto sono concepite in modo tale da preservare un livello elevato di integrità del mercato e tutela degli investitori.

#### **4. INCIDENZA SUL BILANCIO**

L’iniziativa non dovrebbe avere un impatto significativo sul bilancio dell’UE.

## 5. ALTRI ELEMENTI

### • Piani attuativi e modalità di monitoraggio, valutazione e informazione

La Commissione monitorerà l'impatto del nuovo regolamento. I parametri chiave per misurare l'efficacia del regolamento nel conseguire gli obiettivi dichiarati (ossia riduzione degli oneri amministrativi e maggiore liquidità) saranno i seguenti:

- (1) Impatti sugli emittenti dei mercati di crescita per le PMI e gestori del mercato
  - (a) Numero di mercati di crescita per le PMI registrati
  - (b) Numero di quotazioni e capitalizzazione del mercato per l'insieme dei mercati di crescita per le PMI
  - (c) Numero e volume delle offerte pubbliche iniziali (IPO) e delle offerte di obbligazioni iniziali (IBO) sui mercati di crescita per le PMI
  - (d) Numero e volume delle IPO e delle IBO delle PMI europee nei paesi terzi
  - (e) Rapporto tra finanziamenti esterni delle PMI da parte delle banche e finanziamenti esterni delle PMI da parte dei mercati dei capitali
  - (f) Numero e volume dei collocamenti privati di obbligazioni quotate con investitori istituzionali
  - (g) Numero di "prospetti di trasferimento"
- (2) Impatti sulla liquidità dei mercati di crescita per le PMI
  - (a) Numero di contratti di liquidità sottoscritti dagli emittenti
  - (b) Volumi delle operazioni (calibrati in base al numero di quotazioni per sede)
  - (c) Flottante medio
  - (d) Differenziali denaro-lettera (*bid-ask*) medi delle quotazioni
  - (e) Liquidità "*at touch*" media
  - (f) Spessore del *book* medio
  - (g) Tempi medi di esecuzione degli ordini
  - (h) Volatilità giornaliera media.

Questo elenco di indicatori non è esaustivo e può essere esteso per includere il monitoraggio di impatti aggiuntivi. Ulteriori indicatori possono aiutare, ad esempio, a misurare anche l'efficacia delle altre azioni non normative che fanno parte del più ampio pacchetto di misure relative alle quotazioni delle PMI. Va inoltre osservato che non è stato fissato alcun obiettivo quantitativo concreto per gli indicatori figuranti nell'elenco. Tenuto conto dell'ampia gamma di fattori che incideranno pesantemente sugli indicatori ma che non sono stati presi in considerazione dalla presente iniziativa, l'efficacia della stessa dovrebbe essere valutata sulla base dell'evoluzione tendenziale degli indicatori.

Per molti degli indicatori, e in particolare per gli indicatori della liquidità, sarebbero necessari l'aiuto degli Stati membri, delle autorità nazionali competenti, dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) e dei gestori del mercato, nonché i dati da essi forniti.

- **Illustrazione dettagliata delle singole disposizioni della proposta**

- (a) Modifiche del regolamento sugli abusi di mercato

*Esenzione dal regime dei sondaggi di mercato per il collocamento privato di obbligazioni con investitori qualificati*

Per promuovere lo sviluppo dei mercati del collocamento privato obbligazionario, la Commissione propone una modifica del regime dei sondaggi di mercato nell'articolo 11 del regolamento sugli abusi di mercato. Attualmente, il collocamento privato di obbligazioni con investitori qualificati (vale a dire, l'offerta pubblica di obbligazioni rivolta unicamente a investitori qualificati secondo la definizione del regolamento sul prospetto) può rientrare nell'ambito di applicazione del regime dei sondaggi di mercato. Ciò perché tale emissione può avere un potenziale effetto sull'affidabilità creditizia di un emittente che detiene già titoli (ad es. azioni o obbligazioni) ammessi alla negoziazione in una sede di negoziazione e che possono pertanto costituire informazioni privilegiate.

La modifica tecnica dell'articolo 11 del regolamento sugli abusi di mercato mira a chiarire che la comunicazione di informazioni ai potenziali investitori qualificati con i quali sono negoziati tutti i termini di un'operazione di collocamento privato di obbligazioni (comprese le clausole contrattuali) non sarà soggetta al regime dei sondaggi di mercato. Tale esenzione sarà disponibile i) quando gli strumenti finanziari di capitale e non rappresentativi di capitale dell'emittente che intende procedere al collocamento privato di obbligazioni sono già stati ammessi alla negoziazione su un mercato di crescita per le PMI; e ii) se è in corso una procedura *wall-crossing*<sup>20</sup> alternativa, mediante la quale i potenziali investitori qualificati riconoscono gli obblighi regolamentari derivanti dall'accesso a informazioni privilegiate. Tale procedura *wall-crossing* alternativa potrebbe assumere la forma di un accordo di non divulgazione.

*Contratto di fornitura di liquidità per gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI*

In base alle modifiche all'articolo 13 del regolamento sugli abusi di mercato, gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI avranno la possibilità di sottoscrivere un "contratto di fornitura di liquidità" con un intermediario finanziario al quale sarà affidato il compito di migliorare la liquidità delle azioni dell'emittente. Ciò sarà consentito anche se l'autorità nazionale competente del paese in cui si trova il mercato di crescita per le PMI non ha stabilito una prassi di mercato ammessa in materia di contratti di fornitura di liquidità in conformità dell'articolo 13 del regolamento sugli abusi di mercato.

Questa possibilità sarà subordinata a tre condizioni: i) il contratto di fornitura di liquidità soddisfa le condizioni stabilite all'articolo 13, paragrafo 2, e dalle norme tecniche di attuazione che saranno elaborate dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati; ii) il fornitore di liquidità è un'impresa di investimento autorizzata ai sensi della MiFID II e un membro del mercato di crescita per le PMI in cui sono state ammesse alla negoziazione le azioni dell'emittente; e iii) il gestore del mercato o l'impresa di investimento che gestisce il mercato di crescita per le PMI sono informati della conclusione di un contratto di liquidità e ne accettano i termini e le condizioni. Tali condizioni dovrebbero essere soddisfatte in ogni momento e le pertinenti autorità nazionali competenti possono richiedere una copia del contratto di liquidità all'emittente o all'impresa di investimento che agisce in qualità di fornitore di liquidità.

---

<sup>20</sup> Il *wall-crossing* consiste nella pratica di rendere "insider" un soggetto, mettendolo a parte di informazioni privilegiate.

L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati avrà il compito di elaborare le norme tecniche di attuazione che prevedono un modello di contratto di fornitura di liquidità. Le norme tecniche di attuazione definiranno i requisiti cui devono conformarsi i contratti di fornitura di liquidità per poter essere considerati legali in tutti gli Stati membri.

Questa nuova disposizione non impedirà agli Stati membri di adottare una prassi di mercato ammessa in conformità dell'articolo 13, allo scopo di adattare i contratti di fornitura di liquidità alle condizioni locali o di estendere il loro campo di applicazione al di là degli emittenti dei mercati di crescita per le PMI (ad esempio, per i titoli illiquidi quotati in mercati regolamentati).

#### *Motivazione del ritardo nella comunicazione delle informazioni privilegiate*

L'obiettivo di questa modifica all'articolo 17 del regolamento sugli abusi di mercato è ridurre gli obblighi imposti agli emittenti dei mercati di crescita per le PMI che decidono di ritardare la pubblicazione di informazioni privilegiate.

In virtù di tale modifica, gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI continueranno a dover notificare il ritardo all'autorità nazionale competente, ma saranno tenuti a motivare il ritardo solo su richiesta di detta autorità (e non quindi in tutte le circostanze). Inoltre, gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI sarebbero esentati dall'obbligo di tenere l'elenco delle informazioni dettagliate per giustificare il ritardo su base continuativa (come attualmente previsto dal regolamento di esecuzione (UE) 2016/1055 della Commissione). La motivazione sarà preparata ex post se e quando richiesto dall'autorità nazionale competente.

#### *Elenchi delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate per i mercati di crescita per le PMI*

A norma del regolamento sugli abusi di mercato (articolo 18, paragrafo 6), gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI non sono tenuti a tenere elenchi delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate su base continuativa, a condizione che i) l'emittente adotti tutte le misure ragionevoli per garantire che tutte le persone aventi accesso a informazioni privilegiate riconoscano gli obblighi giuridici e regolamentari che ne conseguono e siano a conoscenza delle sanzioni applicabili, e che ii) l'emittente sia in grado di fornire all'autorità nazionale competente su richiesta l'elenco delle persone aventi accesso alle informazioni privilegiate.

La modifica propone di sostituire l'attuale semplificazione prevista dal regolamento sugli abusi di mercato per gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI con una soluzione meno onerosa, ossia un "elenco delle persone aventi accesso permanente a informazioni privilegiate". Un elenco di questo tipo sarebbe più facile da produrre per le PMI, pur conservando la sua validità ai fini delle indagini effettuate dalle autorità nazionali competenti sui casi di abuso di informazioni privilegiate. L'elenco delle "persone aventi accesso permanente a informazioni privilegiate" comprenderebbe tutte le persone aventi regolarmente accesso a informazioni privilegiate relative all'emittente in ragione della funzione svolta presso l'emittente (ad esempio i membri degli organi amministrativi, direttivi o di vigilanza) o in ragione della loro posizione (dirigenti aventi la facoltà di prendere decisioni di gestione in grado di incidere sull'evoluzione futura e sulle prospettive dell'emittente e il personale amministrativo avente regolarmente accesso a informazioni privilegiate). Tale semplificazione sarà concessa solo agli emittenti dei mercati di crescita per le PMI, fatto salvo l'obbligo, per le persone che agiscono in loro nome o per loro conto (contabili, giuristi, agenzie di rating, ecc.), di stilare, aggiornare e fornire su richiesta all'autorità nazionale competente i propri elenchi di persone aventi accesso a informazioni privilegiate in conformità dell'articolo 18, paragrafi da 1 a 5.

*Operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione presso gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI*

Attualmente le persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione e le persone a loro strettamente legate dichiarano le loro operazioni all'autorità nazionale competente e all'emittente entro tre giorni dalla data dell'operazione. Anche l'emittente è tenuto a comunicare le informazioni al mercato entro tre giorni dall'operazione. I partecipanti alla consultazione pubblica hanno sottolineato l'impossibilità tecnica di rispettare il termine di tre giorni per la notifica quando l'emittente riceve in ritardo le informazioni dalla persona che esercita funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione, in quanto il termine di tre giorni riguarda sia la dichiarazione trasmessa all'emittente dalle persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione e dalle persone a loro strettamente legate sia la dichiarazione trasmessa al mercato dall'emittente.

In virtù della modifica, le persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione presso gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI e le persone a loro strettamente legate saranno tenute a inviare la notifica all'emittente e all'autorità nazionale competente entro tre giorni lavorativi. In seguito alla notifica delle persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione e delle persone a loro strettamente legate, l'emittente disporrà di altri due giorni per comunicare le informazioni al pubblico.

(b) Modifica del regolamento sul prospetto

*Prospetto di trasferimento*

Gli emittenti quotati per un certo periodo di tempo su un mercato di crescita per le PMI sono tenuti a produrre un prospetto completo se intendono passare a un mercato regolamentato, in quanto non è disponibile per loro in questo caso uno schema di prospetto semplificato (ad esempio il "prospetto UE della crescita" o il prospetto semplificato per le emissioni secondarie). La modifica al regolamento relativo al prospetto creerebbe un "prospetto di trasferimento" semplificato per le imprese quotate da almeno tre anni su un mercato di crescita per le PMI che desiderano passare a un mercato regolamentato. Gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI sono soggetti a obblighi d'informativa continua in virtù del regolamento sugli abusi di mercato e delle regole del gestore del mercato di crescita per le PMI, come disposto dalla direttiva 2014/65/UE. Essi pertanto forniscono agli investitori numerose informazioni. Pertanto, gli emittenti che si trovano in una situazione del genere dovrebbero potersi avvalere di un prospetto di trasferimento (basato sul prospetto semplificato per le emissioni secondarie previsto dal regolamento relativo al prospetto). Tale prospetto sarebbe disponibile per gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI i) che richiedono l'ammissione dei loro strumenti finanziari alla negoziazione su un mercato regolamentato o ii) che richiedono allo stesso tempo l'ammissione e l'emissione di una nuova offerta di strumenti finanziari su un mercato regolamentato.

Proposta di

**REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO**

**che modifica i regolamenti (UE) n. 596/2014 e (UE) 2017/1129 per quanto riguarda la promozione dell'uso dei mercati di crescita per le PMI**

(Testo rilevante ai fini del SEE)

IL PARLAMENTO EUROPEO E IL CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA,  
visto il trattato sul funzionamento dell'Unione europea, in particolare l'articolo 114,  
vista la proposta della Commissione europea,  
previa trasmissione del progetto di atto legislativo ai parlamenti nazionali,  
visto il parere della Banca centrale europea<sup>1</sup>,  
visto il parere del Comitato economico e sociale europeo<sup>2</sup>,  
deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria<sup>3</sup>,  
considerando quanto segue:

- (1) L'iniziativa dell'Unione dei mercati dei capitali è intesa a ridurre la dipendenza dai prestiti bancari, a diversificare le fonti di finanziamento basate sul mercato per le piccole e medie imprese ("PMI") e a promuovere l'emissione di obbligazioni e di azioni da parte delle PMI sui mercati pubblici. Le imprese stabilite nell'Unione che intendono raccogliere capitali nelle sedi di negoziazione si trovano a sostenere costi di informativa una tantum e continua e di conformità elevati che possono dissuaderle fin dall'inizio dal chiedere l'ammissione alla negoziazione nelle sedi di negoziazione dell'Unione. Inoltre, le azioni emesse dalle PMI nelle sedi di negoziazione dell'Unione tendono a presentare livelli di liquidità più bassi e una maggiore volatilità, il che aumenta il costo del capitale, rendendo troppo onerosa questa fonte di finanziamento.

---

<sup>1</sup> GU C [...] del [...], pag. [...].

<sup>2</sup> GU C del , pag. .

<sup>3</sup> Posizione del Parlamento europeo del ... (GU ...) e decisione del Consiglio del ...

- (2) La direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio<sup>4</sup> ha creato un nuovo tipo di sedi di negoziazione, i mercati di crescita per le PMI, sottogruppo dei sistemi multilaterali di negoziazione (“MTF”), al fine di facilitare l’accesso delle PMI ai capitali e agevolare l’ulteriore sviluppo di mercati specializzati volti a soddisfare le esigenze degli emittenti che sono PMI. La direttiva 2014/65/UE precisa inoltre: *“È opportuno prestare attenzione alle modalità con cui la regolamentazione futura dovrà favorire e promuovere ulteriormente l’utilizzo di tale mercato in modo da renderlo attraente agli occhi degli investitori, ridurre gli oneri amministrativi e fornire ulteriori incentivi per l’accesso da parte delle PMI ai mercati dei capitali attraverso i mercati di crescita per le PMI”*.
- (3) È stato tuttavia constatato che gli emittenti ammessi alla negoziazione su un mercato di crescita per le PMI beneficiano di un numero relativamente ridotto di semplificazioni normative rispetto agli emittenti ammessi alla negoziazione negli MTF o nei mercati regolamentati. La maggior parte degli obblighi stabiliti nel regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio<sup>5</sup> si applica allo stesso modo a tutti gli emittenti, a prescindere dalle loro dimensioni o dalla sede di negoziazione in cui i loro strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione. Questo basso livello di differenziazione tra emittenti dei mercati di crescita per le PMI ed emittenti degli MTF dissuade gli MTF dal richiedere la registrazione come mercato di crescita per le PMI, come attestato dallo scarso interesse suscitato finora da tale status. È pertanto necessario introdurre ulteriori semplificazioni per promuovere in modo adeguato l’uso dei mercati di crescita per le PMI.
- (4) L’attrattiva dei mercati di crescita per le PMI dovrebbe essere rafforzata riducendo ulteriormente i costi di conformità e gli oneri amministrativi che gravano sugli emittenti di tali mercati. Per mantenere i massimi livelli di conformità sui mercati regolamentati, le semplificazioni previste dal presente regolamento dovrebbero essere limitate alle imprese quotate sui mercati di crescita per le PMI, indipendentemente dal fatto che non tutte le PMI sono quotate sui mercati di crescita per le PMI e non tutte le imprese quotate sui mercati di crescita per le PMI sono PMI. A norma della direttiva 2014/65/UE, fino a un massimo del 50% di imprese che non sono PMI può essere ammesso alla negoziazione sui mercati di crescita per le PMI per preservare la redditività del modello di business di tali mercati mediante, tra l’altro, la liquidità dei titoli delle imprese che non sono PMI. In considerazione dei rischi connessi all’applicazione di norme differenti agli emittenti quotati in sedi appartenenti alla stessa categoria, ossia i mercati di crescita per le PMI, le modifiche previste dal presente regolamento non dovrebbero essere limitate agli emittenti che sono PMI. Al fine di garantire coerenza per gli emittenti e chiarezza per gli investitori, la riduzione dei costi di conformità e degli oneri amministrativi dovrebbe applicarsi a tutti gli emittenti sui mercati di crescita per le PMI, a prescindere dalla loro capitalizzazione di mercato. L’applicazione delle stesse norme agli emittenti evita inoltre di penalizzare le imprese in crescita che cessano di essere PMI.

---

<sup>4</sup> Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 349).

<sup>5</sup> Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 1).

- (5) Ai sensi dell'articolo 11 del regolamento (UE) n. 596/2014, per “sondaggio di mercato” si intende la comunicazione di informazioni a uno o più potenziali investitori, anteriormente all'annuncio di un'operazione, al fine di valutare l'interesse dei potenziali investitori per una possibile operazione e le relative condizioni, come le dimensioni potenziali o il prezzo. Durante la fase di negoziazione di un collocamento privato di obbligazioni, gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI avviano discussioni con un numero limitato di potenziali investitori qualificati (come definiti nel regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio<sup>6</sup>), con i quali negoziano tutti i termini e le condizioni contrattuali dell'operazione. La comunicazione delle informazioni in tale fase di negoziazione di un collocamento privato di obbligazioni è volta a strutturare e completare l'intera operazione, e non a sondare l'interesse dei potenziali investitori in relazione a un'operazione predefinita. L'imposizione dell'obbligo di effettuare un sondaggio di mercato per il collocamento privato di obbligazioni può quindi risultare onerosa e dissuadere sia gli emittenti che gli investitori dall'avviare discussioni per tali operazioni. Al fine di aumentare l'attrattiva del collocamento privato di obbligazioni sui mercati di crescita per le PMI, tali operazioni dovrebbero essere escluse dall'ambito di applicazione del regime dei sondaggi di mercato, purché sia in vigore un adeguato accordo di non divulgazione.
- (6) Una certa liquidità delle azioni degli emittenti può essere ottenuta attraverso meccanismi di liquidità, come i dispositivi di *market-making* o i contratti di liquidità. I dispositivi di *market-making* prevedono la sottoscrizione di un contratto tra il gestore del mercato e un terzo che si impegna a preservare la liquidità di talune azioni ottenendo in cambio sconti sulle commissioni di negoziazione. Un contratto di liquidità è un contratto tra un emittente e un terzo che si impegna ad assicurare la liquidità delle azioni dell'emittente, e per suo conto. Per preservare pienamente l'integrità del mercato, i contratti di liquidità dovrebbero essere disponibili per tutti gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI in tutta l'Unione, subordinatamente a una serie di condizioni. Non tutte le autorità competenti hanno stabilito prassi di mercato ammesse in relazione ai contratti di liquidità conformemente all'articolo 13 del regolamento (UE) n. 596/2014, il che significa che non tutti gli emittenti sui mercati di crescita per le PMI hanno attualmente accesso a regimi di liquidità in tutta l'Unione. Tale assenza di regimi di liquidità può ostacolare l'efficace sviluppo dei mercati di crescita per le PMI. È pertanto necessario creare un quadro dell'Unione che, in assenza di una prassi di mercato ammessa a livello nazionale, consenta agli emittenti dei mercati di crescita per le PMI di stipulare un contratto di liquidità con un fornitore di liquidità in un altro Stato membro. Il quadro dell'Unione in materia di contratti di liquidità per i mercati di crescita per le PMI dovrebbe tuttavia integrare, anziché sostituire, le prassi di mercato ammesse esistenti o future. Le autorità competenti dovrebbero mantenere la possibilità di istituire prassi di mercato ammesse per i contratti di liquidità, così da adattare le condizioni alle peculiarità locali o estendere tali contratti ai titoli illiquidi diversi dalle azioni sui mercati di crescita per le PMI.

---

<sup>6</sup> Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al rispetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE (GU L 168 del 30.6.2017, pag. 12).



- (7) Al fine di assicurare l'applicazione uniforme del quadro dell'Unione per i contratti di liquidità di cui al considerando (6), è opportuno modificare il regolamento (UE) n. 596/2014 per conferire alla Commissione il potere di adottare le norme tecniche di attuazione, sviluppate dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, che stabiliscono il modello da utilizzare per tali contratti. La Commissione dovrebbe adottare tali norme tecniche di attuazione mediante atti delegati a norma dell'articolo 291 del trattato e conformemente all'articolo 15 del regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio<sup>7</sup>.
- (8) Conformemente all'articolo 17, paragrafo 4, del regolamento (UE) n. 596/2014, gli emittenti possono decidere di ritardare la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate se la comunicazione immediata rischia di pregiudicare i loro legittimi interessi. Gli emittenti sono tuttavia tenuti a comunicare la decisione all'autorità competente e a spiegarne i motivi. L'obbligo per gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI di motivare per iscritto la decisione di ritardare la comunicazione può essere oneroso. Si ritiene che un obbligo meno oneroso per tali emittenti, consistente nel dover spiegare i motivi del ritardo soltanto su richiesta dell'autorità competente, non abbia un impatto significativo sulla capacità dell'autorità competente di monitorare la comunicazione delle informazioni privilegiate, ma riduca in misura considerevole l'onere amministrativo per gli emittenti dei mercati di crescita delle PMI, purché le autorità competenti siano in ogni caso informate della decisione di ritardare la comunicazione e abbiano la possibilità di avviare un'indagine in caso di dubbi riguardo alla decisione.
- (9) La prescrizione meno severa, che si applica attualmente agli emittenti dei mercati di crescita per le PMI, di produrre, in conformità dell'articolo 18, paragrafo 6, del regolamento (UE) n. 596/2014, un elenco delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate solo su richiesta dell'autorità competente ha un effetto pratico limitato, in quanto tali emittenti sono comunque tenuti a monitorare costantemente, nell'ambito dei progetti in corso, coloro che si configurano come persone aventi accesso a informazioni privilegiate. La semplificazione esistente dovrebbe pertanto essere sostituita dalla possibilità per gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI di mantenere soltanto un elenco delle persone aventi accesso permanente a informazioni privilegiate, che dovrebbe includere le persone che hanno regolarmente accesso a informazioni privilegiate in ragione della loro funzione o posizione presso l'emittente.
- (10) A norma dell'articolo 19, paragrafo 3, del regolamento (UE) n. 596/2014, gli emittenti devono rendere pubbliche, entro tre giorni dall'operazione, le operazioni effettuate dalle persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione e dalle persone a loro strettamente legate. Lo stesso termine si applica alle persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione e alle persone a loro strettamente legate per quanto riguarda l'obbligo di riferire le proprie operazioni all'emittente. Se le persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione e le persone a loro strettamente legate comunicano in ritardo le loro operazioni agli emittenti dei mercati di crescita per le PMI, questi ultimi hanno difficoltà da un punto di vista tecnico a rispettare il termine dei tre giorni, il che potrebbe dar luogo a problemi di responsabilità. Gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI dovrebbero pertanto essere autorizzati a comunicare le operazioni entro due

---

<sup>7</sup> Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione (GU L 331 del 15.12.2010, pag. 84).

giorni dalla notifica delle stesse da parte delle persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione oppure delle persone a loro strettamente legate.

- (11) I mercati di crescita per le PMI non dovrebbero essere percepiti come l'ultima fase dello sviluppo degli emittenti e dovrebbero consentire alle imprese di successo di crescere e di passare un giorno ai mercati regolamentati per beneficiare di una maggiore liquidità e avere accesso a un maggior numero di investitori. Per agevolare la transizione da un mercato di crescita per le PMI a un mercato regolamentato, le imprese in crescita dovrebbero potersi avvalere del regime di informativa semplificato per l'ammissione a un mercato regolamentato, come stabilito all'articolo 14 del regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, a condizione che siano ammesse alla negoziazione su un mercato di crescita per le PMI da almeno tre anni. Tale periodo dovrebbe consentire agli emittenti di disporre di un riscontro sufficiente e di fornire al mercato informazioni sul loro rendimento finanziario e sugli obblighi di segnalazione secondo il disposto della direttiva 2014/65/UE.
- (12) A norma del regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio<sup>8</sup>, gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI non sono tenuti a pubblicare il bilancio secondo gli *International Financial Reporting Standards*. Tuttavia, per evitare di discostarsi dalle norme in vigore sui mercati regolamentati, gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI che desiderano utilizzare il regime di informativa semplificato per il trasferimento a un mercato regolamentato dovrebbero preparare il bilancio più recente, comprese informazioni comparative per l'anno precedente, conformemente a detto regolamento.
- (13) È pertanto opportuno modificare di conseguenza i regolamenti (UE) n. 596/2014 e (UE) 2017/1129.
- (14) Le modifiche di cui al presente regolamento si dovrebbero applicare sei mesi dopo l'entrata in vigore del presente regolamento per lasciare ai gestori storici del mercato di crescita per le PMI tempo sufficiente per adeguare le loro regole e procedure,

HANNO ADOTTATO IL PRESENTE REGOLAMENTO:

#### *Articolo 1*

#### *Modifiche del regolamento (UE) n. 596/2014*

Il regolamento (CE) n. 596/2014 è così modificato:

1. all'articolo 11 è inserito il paragrafo 1 *bis* seguente:

“1 *bis*. Se l'offerta di titoli è rivolta unicamente a investitori qualificati ai sensi dell'articolo 2, lettera e, del regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio\*, la comunicazione delle informazioni a tali investitori qualificati ai fini della negoziazione dei termini e delle condizioni contrattuali della loro partecipazione a un'emissione di obbligazioni da parte di un emittente i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione su un mercato di crescita per le PMI non costituisce un sondaggio di mercato né una divulgazione illecita di informazioni riservate. Detto emittente assicura che gli investitori qualificati che ricevono le

---

<sup>8</sup> Regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 luglio 2002, relativo all'applicazione di principi contabili internazionali (GU L 243 dell'11.9.2002, pag. 1).

informazioni conoscano, e riconoscano per iscritto, gli obblighi giuridici e regolamentari connessi e siano a conoscenza delle sanzioni applicabili in caso di abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate.

---

\* Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE (GU L 168 del 30.6.2017, pag. 12).”;

2. all'articolo 13 sono aggiunti i paragrafi 12 e 13 seguenti:

“12. Gli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione su un mercato di crescita per le PMI sono autorizzati a sottoscrivere un contratto di liquidità per le loro azioni se sono soddisfatte le condizioni seguenti:

- (a) i termini e le condizioni del contratto di liquidità sono conformi ai criteri stabiliti all'articolo 13, paragrafo 2, del presente regolamento e nel regolamento delegato (UE) 2016/908 della Commissione\*\*;
- (b) il contratto di liquidità è redatto conformemente al modello di cui al paragrafo 13;
- (c) il fornitore di liquidità è debitamente autorizzato dall'autorità competente in conformità della direttiva 2014/65/UE ed è registrato come membro del mercato dal gestore del mercato o dall'impresa di investimento che gestisce il mercato di crescita per le PMI;
- (d) il gestore del mercato o l'impresa di investimento che gestisce il mercato di crescita per le PMI conferma per iscritto all'emittente di aver ricevuto una copia del contratto di liquidità e che ne accetta i termini e le condizioni.

L'emittente di cui al primo comma è in grado di dimostrare, in qualsiasi momento, che le condizioni in base alle quali il contratto è stato stipulato sono soddisfatte su base continuativa. Detto emittente e l'impresa di investimento che gestisce il mercato di crescita per le PMI trasmettono alle pertinenti autorità competenti una copia del contratto di liquidità su loro richiesta.

13. Al fine di garantire condizioni uniformi di applicazione del paragrafo 12, l'ESMA elabora progetti di norme tecniche di attuazione che stabiliscono il modello contrattuale da utilizzare ai fini della stipula del contratto di liquidità per garantire il rispetto delle condizioni di cui all'articolo 13. L'ESMA presenta tali progetti di norme tecniche di attuazione alla Commissione entro il [...]. Alla Commissione è conferito il potere di adottare le norme tecniche di attuazione di cui al primo comma conformemente all'articolo 15 del regolamento (UE) n. 1095/2010.

---

\*\* Regolamento delegato (UE) 2016/908 della Commissione, del 26 febbraio 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio con norme tecniche di regolamentazione sui criteri, la procedura e i requisiti relativi all'istituzione di una prassi di mercato ammessa nonché i requisiti per il mantenimento, la cessazione o la modifica delle relative condizioni di accettazione (GU L 153 del 10.6.2016, pag. 3).”;

3. all'articolo 17, paragrafo 4, è aggiunto il comma seguente:  
“L'emittente i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione su un mercato di crescita per le PMI che abbia deciso di ritardare la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate comunica tale decisione all'autorità competente. I motivi della decisione di ritardare la comunicazione sono forniti solo su richiesta dell'autorità competente specificata a norma del paragrafo 3. Tale autorità non esige che l'emittente conservi una registrazione della spiegazione.”;
4. all'articolo 18, il paragrafo 6 è sostituito dal seguente:  
“6. Gli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione su un mercato di crescita per le PMI sono autorizzati a inserire nei loro elenchi di persone aventi accesso a informazioni privilegiate soltanto le persone che, in virtù della funzione che svolgono o della posizione che occupano presso l'emittente, hanno regolarmente accesso a informazioni privilegiate. Le persone che agiscono a nome o per conto di un emittente ammesso alla negoziazione su un mercato di crescita per le PMI restano soggette agli obblighi di cui ai paragrafi da 1 a 5.  
L'elenco è comunicato all'autorità competente su sua richiesta.”;
5. all'articolo 19, paragrafo 3, primo comma, è aggiunta la frase seguente:  
“Gli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione su un mercato di crescita per le PMI dispongono di due giorni lavorativi dal ricevimento della notifica di cui al paragrafo 1 per rendere pubbliche le informazioni in essa contenute.”.

## *Articolo 2*

### *Modifiche del regolamento (UE) 2017/1129*

L'articolo 14 del regolamento (UE) 2017/1129 è così modificato:

1. al paragrafo 1, primo comma, è aggiunta la lettera d) seguente:  
“d) gli emittenti ammessi alla negoziazione su un mercato di crescita per le PMI da almeno tre anni che chiedono l'ammissione alla negoziazione di titoli esistenti o nuovi in un mercato regolamentato.”;
2. al paragrafo 2, secondo comma, è aggiunta la frase seguente:  
“Per gli emittenti di cui al paragrafo 1, primo comma, lettera d), il bilancio più recente, con le informazioni comparative per l'anno precedente incluse nel prospetto semplificato, è preparato conformemente agli *International Financial Reporting Standards* approvati nell'Unione a norma del regolamento (CE) n. 1606/2002\*\*\*.”.

---

\*\*\* Regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 luglio 2002, relativo all'applicazione di principi contabili internazionali (GU L 243 dell'11.9.2002, pag. 1).  
”.

### *Articolo 3*

#### *Entrata in vigore e applicazione*

Il presente regolamento entra in vigore il ventesimo giorno successivo alla pubblicazione nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*.

Esso si applica sei mesi dopo l'entrata in vigore.

Il presente regolamento è obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile in ciascuno degli Stati membri.

Fatto a Bruxelles, il

*Per il Parlamento europeo*  
*Il presidente*

*Per il Consiglio*  
*Il presidente*