



PRESIDENZA DEL CONSIGLIO DEI MINISTRI  
DIPARTIMENTO POLITICHE EUROPEE

*Servizio Informative parlamentari e Corte di Giustizia UE*

Presidenza del Consiglio dei Ministri  
**DPE 0007311 P-4.22.1**  
del 31/07/2018



20505395

Camera dei Deputati  
Ufficio Rapporti con l'Unione Europea

Senato della Repubblica  
Ufficio dei rapporti con le istituzioni  
dell'Unione Europea

e, p.c.

Ministero dell'Economia e delle Finanze  
Nucleo di valutazione degli atti UE

Ministero dello Sviluppo Economico  
Nucleo di valutazione degli atti UE

Ministero degli Affari esteri e della  
Cooperazione internazionale  
Nucleo di valutazione degli atti UE

**OGGETTO: Trasmissione, ai sensi dell'art. 6, comma 4, della legge 24 dicembre 2012 n. 234, della relazione concernente la 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 - COM(2018) 331.**

Si trasmette, ai sensi dell'art. 6, comma 4, della legge 24 dicembre 2012 n. 234, la relazione elaborata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, in merito al progetto di atto legislativo dell'Unione Europea di cui all'oggetto.

Il Coordinatore del Servizio  
dott. Gaetano De Salvo

## **Relazione**

### **ai sensi dell'art. 6, comma 4, della legge 24 dicembre 2012, n. 234**

#### **Oggetto dell'atto:**

Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica i regolamenti (UE) n. 596/2014 e (UR) 2017/1129 per quanto riguarda la promozione dell'uso dei mercati di crescita delle PMI.

– **Codice della proposta:** COM(2018) 331

– **Codice interistituzionale:** 2018/0165 (COD)

– **Amministrazione con competenza prevalente:** Ministero dell'Economia e delle Finanze

\*\*\*

#### **Premessa: finalità e contesto**

##### **Finalità generali:**

Nella revisione di medio periodo (giugno 2017) del Piano di azione dell'Unione dei Mercati dei Capitali (cd. UMC / CMU), la Commissione europea ha sottolineato l'importanza per tutte le imprese europee dell'ampliamento dell'accesso alle fonti di finanziamento basate sul mercato come obiettivo fondamentale dell'UMC stessa. Poiché le piccole e medie imprese (PMI) neo-quotate costituiscono un volano per investimenti e occupazione (e spesso superano le altre aziende in termini di crescita e occupazione) ma, nonostante taluni vantaggi, i mercati di capitali dell'UE per le PMI stentano ad attirare nuovi emittenti, sulla base di un'analisi d'impatto e di una consultazione pubblica conclusasi nel febbraio 2018, la Commissione ha scelto di focalizzarsi maggiormente sull'accesso ai mercati finanziari da parte di PMI/SMEs, al fine di promuovere emendamenti alla pertinente legislazione europea per delineare un contesto normativo più proporzionato, capace di favorire la quotazione delle PMI.

##### **ELEMENTI INNOVATIVI:**

L'iniziativa legislativa riguarda i soli mercati di crescita delle PMI (che sono sistemi multilaterali di negoziazione – cd. MTF – disciplinati dalla MIFID 2<sup>1</sup>) e le imprese quotate in tali sedi di negoziazione. La stessa si concentra ed emenda in particolare alcuni aspetti del regolamento sugli abusi di mercato (cd. MAR)<sup>2</sup> e altri del regolamento Prospetto<sup>3</sup>, disposizioni verso le quali le PMI quotate sui mercati di crescita sono tenute a conformarsi.

<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> 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>3</sup> Regolamento (UE) n. 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.

Molti sono i fattori che inducono le PMI alla quotazione e gli investitori ad investire in strumenti finanziari di queste. Tuttavia, l'analisi della Commissione evidenzia che le due principali sfide per i mercati consistono negli elevati costi di conformità per la quotazione che gli emittenti devono affrontare e negli elementi di liquidità (spesso insufficiente) dei titoli su tali mercati. Questo ultimo elemento, oltre che sugli stessi emittenti (maggiore costo del capitale), pesa sugli investitori (riluttanza verso il tipo di investimento) e sugli intermediari (organizzazione delle attività sulla base degli ordini).

Le modifiche prevedono l'introduzione di elementi di proporzionalità in materia di misure preventive degli abusi di mercato e un quadro comune per il sostegno della liquidità dei titoli, ferma restando la tutela degli investitori e dell'integrità dei mercati. Sono infatti oggetto di semplificazione normativa solo le regole relative ai mercati di crescita (come detto, MTF) e non quelle dei mercati regolamentati, il cui status richiama tipicamente anche l'investimento al dettaglio.

Più in generale l'iniziativa, nel cercare di ridurre i costi e di incrementare i livelli di liquidità nei predetti mercati di crescita, ha l'obiettivo di rendere le PMI meno dipendenti dal finanziamento di tipo bancario e di contribuire in questo modo ad incrementare l'elasticità e la reattività dell'economia in senso più ampio.

Gli elementi innovativi della proposta consistono in:

- un nuovo termine per rendere pubbliche (cd. *disclosure*) le operazioni effettuate dalle persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione nella società emittente;
- modifiche nella disciplina degli elenchi di persone che hanno accesso a informazioni privilegiate, limitando l'obbligo al mantenimento di un elenco delle persone aventi accesso permanente a informazioni privilegiate;
- una limitazione della necessità di giustificare i ritardi nella comunicazione delle informazioni privilegiate (*disclosure*) alle sole richieste delle autorità nazionali competenti;
- un'esenzione dei collocamenti privati obbligazionari, negoziati con investitori qualificati, dal regime dei sondaggi di mercato in presenza di definite circostanze;
- una nuova definizione di PMI *debt only issuer* (emittente di soli titoli di debito);
- la creazione di un regime europeo per i contratti di fornitura di liquidità per emittenti di azioni nei mercati di crescita;
- la creazione di un "prospetto di trasferimento" semplificato per gli emittenti che, quotati già da almeno 3 anni in un mercato di crescita, intendono quotarsi su un mercato regolamentato.

Le disposizioni si applicheranno a tutti gli emittenti con strumenti finanziari negoziati in un mercato di crescita (siano questi PMI o meno), in modo da evitare disomogeneità normative all'interno di una medesima tipologia di mercato e assicurare maggiore chiarezza e certezza giuridica agli investitori e agli operatori.

## IL CONTESTO ITALIANO:

In ambito nazionale italiano le attuali previsioni legislative che regolano la materia degli abusi di mercato e quella del prospetto sono contenute - a livello di normativa primaria - nel TUF (decreto legislativo 28 febbraio 1998, n. 58). Recentemente, il TUF<sup>4</sup> è stato aggiornato sulla base delle nuove disposizioni della direttiva MIFID 2. Sono peraltro attesi nuovi adeguamenti dello stesso per conformare l'ordinamento sia al regolamento MAR<sup>5</sup> sia al regolamento Prospetto<sup>6</sup>, e questa iniziativa della Commissione europea modificherà entrambi sebbene, come si è evidenziato in precedenza, in modo limitato.

La cornice normativa domestica è la seguente.

La disciplina degli abusi di mercato è contenuta prevalentemente negli articoli da 113-ter a 116 e nel Titolo I-bis della Parte V (articoli da 180 a 187 quaterdecies) del TUF; la disciplina del prospetto è contenuta nel Titolo II della Parte IV del TUF.

Infine, una disciplina specifica per i mercati di crescita è prevista dall'articolo 69 del TUF.

A livello di normativa secondaria, la materia degli abusi di mercato e del prospetto di offerta o di negoziazione trovano ulteriore disciplina di dettaglio nel regolamento "Mercati" e nel regolamento "Emittenti" della Consob.

## A. Rispetto dei principi dell'ordinamento europeo

### 1. Rispetto del principio di attribuzione, con particolare riguardo alla correttezza della base giuridica

La base giuridica della presente proposta è l'articolo 114 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE), in ragione del fatto che entrambi i regolamenti da modificare (il regolamento (UE) n. 596/2014 e il regolamento (UE) n. 2017/1129) vertono sulla stessa base giuridica, in quanto orientati verso obiettivi di creazione e di funzionamento del mercato unico rispetto ai quali le competenze normative sono affidate alle istituzioni europee.

### 2. Rispetto del principio di sussidiarietà

Nelle considerazioni della Commissione europea, sebbene gli MTF che si concentrano su PMI (ed i mercati di crescita per le PMI) abbiano una natura più locale rispetto ai mercati regolamentati, gli stessi hanno comunque un'evidente dimensione transfrontaliera, poiché sia gli investitori che gli emittenti possono avere interesse a proiettarsi al di là dello Stato di appartenenza.

Inoltre, il conseguimento degli obiettivi specifici (eliminare per gli emittenti oneri amministrativi superflui per ampliare i canali di accesso ai mercati e incrementare nei mercati di crescita la

<sup>4</sup> Con modifiche apportate dal decreto legislativo n. 129 del 3 agosto 2017.

<sup>5</sup> Cfr. art. 8 legge di delegazione europea 2016-17 (LEGGE 25 ottobre 2017, n. 163).

<sup>6</sup> Disegno di legge di delegazione europea 2018.

liquidità degli strumenti di capitale), comporta un aumento dei flussi transfrontalieri di capitale con impatto sull'economia dell'intera UE.

Nondimeno, anche alcuni aspetti di carenze normative relative alle possibilità di stipulare contratti di fornitura di liquidità necessitano di essere affrontati in maniera armonizzata nell'ambito del regolamento degli abusi di mercato.

Data la portata vincolante in tutti gli Stati membri delle norme dei citati regolamenti e che, per tipicità dello strumento regolamento, non v'è possibilità di adattare le previsioni alle condizioni locali, si è ritenuto che possono essere affrontati in modo efficace solo attraverso modifiche legislative a livello di Unione Europea.

### **3. Rispetto del principio di proporzionalità**

L'assenza di flessibilità necessaria per adattare i regolamenti di cui si tratta, ed in particolare il regolamento sugli abusi di mercato alle condizioni locali, implica che l'azione legislativa a livello UE debba ritenersi la più consona a conseguire una riduzione degli oneri amministrativi che gravano sulle emittenti dei mercati di crescita delle PMI.

## **B. Valutazione complessiva del progetto e delle sue prospettive negoziali**

### **1. Valutazione del progetto e urgenza**

La proposta della Commissione europea si fonda su considerazioni di effettività e di efficacia nella riduzione dei costi di conformità sopportati dagli emittenti sui mercati di crescita delle PMI, nonché negli incrementi di liquidità negli stessi, fermo restando gli obiettivi di integrità dei mercati e di tutela degli investitori. Le misure per migliorare la liquidità lascerebbero peraltro margini di flessibilità per l'adattamento all'ambiente locale. Un'ulteriore riduzione dei costi deriverebbe dall'uso di "prospetto di trasferimento" per un più agevole transito verso i mercati regolamentati.

Il mercato italiano dell'equity ha registrato un forte incremento negli ultimi anni, anche grazie agli incentivi fiscali introdotti dal Legislatore nazionale, che hanno ridotto i costi di quotazione per le PMI e favorito gli investimenti a medio lungo termine in questa tipologia di imprese. Infatti, in questi anni si è assistito ad uno sviluppo di AIM Italia, un MTF dedicato per le PMI, istituito e gestito da Borsa Italiana SpA e registrato come "mercato di crescita per le PMI" (o SME Growth Market) a seguito dell'entrata in vigore di MiFID II. Il potenziale di crescita di questo segmento del mercato è elevato.

In linea di continuità con il trend nazionale, la proposta legislativa mira a realizzare una ulteriore semplificazione della disciplina applicabile ai mercati di crescita dedicati alle PMI per ridurre gli oneri amministrativi e incentivare la quotazione delle PMI nell'Unione Europea. Trattandosi di modifiche mirate alla normativa di settore, funzionali a garantire una maggiore proporzionalità del vigente quadro normativo rispetto alle PMI e in vista dell'imminente scadenza della legislatura europea, il negoziato potrebbe essere trattato con priorità.

## 2. Conformità del progetto all'interesse nazionale

Come noto, il tessuto economico e industriale italiano è incentrato nelle PMI e, per questo, il Legislatore nazionale è intervenuto negli ultimi anni al fine di agevolare il ricorso al mercato dei capitali per questa tipologia di imprese, soprattutto a seguito del *credit crunch* bancario registrato a seguito della recente crisi finanziaria. La valorizzazione degli *SME Growth Market* favorirebbe l'accesso da parte delle PMI a fonti finanziarie maggiormente diversificate potenziandone le opportunità di crescita, coerentemente con le finalità della *Capital Markets Union*. Pertanto, tale intervento della Commissione europea risulta in sintonia con gli interessi economici nazionali.

## 3. Prospettive negoziali ed eventuali modifiche ritenute necessarie od opportune

Con riferimento alle specifiche proposte della Commissione europea, sono condivisibili le modifiche al Regolamento MAR dirette a:

- facilitare lo svolgimento del *market sounding* (i.e.: sondaggi di mercato, ossia la comunicazione di informazioni prima dell'annuncio di una operazione di mercato al fine di valutare l'interesse dei potenziali investitori e le relative condizioni) in occasione di emissioni obbligazionarie sul mercato primario rivolte ad investitori qualificati, ferme restando le cautele volte a prevenire gli abusi di mercato;
- accordare agli emittenti azioni sugli *SME Growth Market* la possibilità, nel rispetto delle vigenti condizioni per l'istituzione delle prassi di mercato ammesse, di concludere contratti di liquidità con un intermediario finanziario affinché proceda alla compravendita dei relativi titoli azionari, onde migliorarne la liquidità;
- semplificare il regime della diffusione delle informazioni privilegiate, esentando gli emittenti dei mercati di crescita dall'obbligo di comunicare le ragioni del ritardo o di mantenerne registrazione.

Per quanto concerne la proposta di permettere agli emittenti dei mercati di crescita di mantenere un elenco solo degli *insider* c.d. "permanenti", ossia di quei soggetti che abbiano regolare accesso ad informazioni privilegiate dell'emittente in ragione delle funzioni svolte o posizioni ricoperte presso lo stesso (es. amministratori, sindaci, esponenti aziendali apicali), si riterrebbe più opportuno prevedere un mero obbligo di mantenere un'ordinata evidenza della trasmissione a persone esterne all'emittente stesso. Ciò in quanto, data la dimensione delle PMI, la circostanza che persone interne all'emittente siano o meno nell'*insider list* non risulta significativa nell'ambito delle indagini su presunti abusi di mercato.

L'alleggerimento della disciplina relativa agli obblighi di comunicazione delle operazioni dei manager (estensione di due giorni del termine per informare il mercato) sembrerebbe invece alquanto limitato. Sembra opportuno suggerire quantomeno di aumentare sensibilmente la soglia massima che fa scattare l'obbligo di notifica (ora di € 20.000, ad esempio a € 100.000) e/o di prevedere comunicazioni trimestrali al pubblico (anziché, come previsto attualmente, al superamento della soglia).

Si condividono infine le proposte di semplificazione in materia di prospetto informativo volte a favorire il passaggio degli emittenti dei mercati di crescita sul mercato regolamentato.

## C. Valutazione d'impatto

### 1. Impatto finanziario

- **Incidenza prevista sulle spese dell'Unione**

La proposta non ha incidenza sul bilancio dell'Unione.

- **Incidenza prevista sulle entrate dell'Unione**

La proposta non ha incidenza sul bilancio dell'Unione.

- **Incidenza prevista sul bilancio dello Stato**

La proposta non ha incidenza sul bilancio dello Stato.

### 2. Effetti sull'ordinamento nazionale

Trattandosi di emendamenti a Regolamenti UE di diretta applicazione, l'iniziativa non comporterà la necessità di apportare modifiche al quadro normativo nazionale. Eventuali interventi di adeguamento della regolamentazione secondaria saranno posti in essere dalla Competente Autorità di settore (Consob).

### 3. Effetti sulle competenze regionali e delle autonomie locali

- Nessuno

### 4. Effetti sull'organizzazione della pubblica amministrazione

- Nessuno o limitabili a riorganizzazioni di attività interne alle autorità di settore interessate.

### 5. Effetti sulle attività dei cittadini e delle imprese

- **Categorie di cittadini interessate:**
- Risparmiatori, investitori istituzionali, professionali e al dettaglio.
- **Categorie di imprese interessate (in particolare PMI):**
- Gestori di mercati di crescita per le PMI
- Società di gestione dei mercati regolamentati e Sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) di strumenti finanziari.
- *PMI*
- *start-up*
- "PMI innovative",
- Fondi comuni d'investimento (OICR) che investono in "*start up innovative*" e in "PMI innovative"
- società di capitale che investono in "*start up innovative*" e in "PMI innovative"
- società emittenti titoli di capitale e di debito;
- imprese d'investimento ed enti creditizi;
- Fondi d'investimento;

- **La proposta genera un impatto positivo su investitori, imprese e mercato interno.**

L'introduzione nell'ordinamento italiano dei *Multilateral Trading Facilities* (MTF), avvenuto con MiFID I, ha determinato un ulteriore sviluppo di canali di finanziamento alternativi rispetto a quello bancario, precedentemente "in concorrenza" esclusivamente con i mercati regolamentati.

L'innovazione normativa della MiFID II relativa all'introduzione degli *Small and Medium size Enterprise (SME) Growth Market* ha posto le basi per lo sviluppo di un canale di finanziamento per le PMI snello e meno oneroso rispetto ai classici canali del mercato dei capitali, anche in sintonia con l'obiettivo espresso dalla Commissione europea nell'ambito del Piano d'Azione sulla *Capital Markets Union*.

In particolare, MiFID II, nel definire i criteri per l'identificazione di uno *SME Growth Market*, ha optato per un criterio di prevalenza, prevedendo, tra l'altro, che sono tali gli MTF in cui almeno il 50% degli emittenti sono PMI. Pertanto, è possibile che all'interno di uno *SME Growth Market* siano negoziati anche titoli emessi da società non PMI.

Con specifico riguardo alla realtà italiana dell'*equity*, allo stato, da gennaio 2018 vi è un solo MTF registrato come mercato di crescita per le PMI ai sensi della MiFID II, ossia l'AIM Italia organizzato e gestito da Borsa Italiana. Nel biennio 2016/2017 anche in ragione degli incentivi fiscali sui costi di quotazione delle PMI e dell'istituzione dei piani individuali di risparmio ("PIR"), si è verificato un aumento del numero di società quotate su detto mercato, passato da 7 nel 2009 a 94 nel 2017. Il trend si conferma anche con riferimento al mese di giugno 2018, in quanto il numero delle società i cui titoli sono ammessi alla negoziazione su AIM è pari a 103.

Le semplificazioni proposte alla normativa europea sopra richiamata appaiono adeguate nella prospettiva di un bilanciamento tra l'esigenza di limitare i costi per la quotazione delle PMI e quella di garantire la fiducia nel buon funzionamento di questo segmento del mercato. Gli interventi prospettati dalla Commissione europea potrebbero pertanto incoraggiare un incremento delle PMI disposte ad accedere all'AIM Italia. In un'ottica di crescita, la proposta avrebbe altresì l'effetto di favorire il passaggio al mercato regolamentato, prevedendo semplificazioni al prospetto di ammissione alle negoziazioni sul mercato regolamentato per gli emittenti provenienti da uno *SME Growth Market*.

Infine, si evidenzia che in Italia, allo stato, non esiste uno *SME Growth Market* per la negoziazione dei titoli di debito emessi da PMI. Si ricorda che, con riferimento al mercato obbligazionario italiano, Borsa Italiana ha attivato – a partire dal 2013 - il nuovo segmento del mercato ExtraMOT (ExtraMOT PRO), riservato ai soli investitori professionali, per offrire alle PMI un mercato in cui cogliere le opportunità e i benefici fiscali derivanti dal nuovo quadro normativo con particolare riferimento ai minibond (decreto legge n. 83/2012, c.d. Decreto Sviluppo).

Pertanto la modifica della nozione di PMI *debt only issuer* è positiva ai fini del potenziale sviluppo di *SME Growth Market* per la negoziazione di titoli di debito.



*Ministero  
dell'Economia e delle Finanze*

UFFICIO DEL COORDINAMENTO LEGISLATIVO

Ufficio legislativo - Economia

*144-1224-VARIE/8668*

Roma, **31 LUG 2018**

*ALLA PRESIDENZA DEL CONSIGLIO DEI  
MINISTRI*

*- Dipartimento per le politiche europee*

*Servizio informative parlamentari e Corte di Giustizia UE*

*e, p.c.*

*AL DIPARTIMENTO DEL TESORO*

LORO SEDI

Oggetto: COM (2018) 331 – Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica i regolamenti (UE) n. 596/2017 e n. 2017/1129 per quanto riguarda la promozione e l'uso dei mercati di crescita per le PMI. Richiesta di relazione.

Si fa riferimento alla nota di codesto Dipartimento prot. n. 5500 del 14 giugno u.s. concernente l'oggetto.

Al riguardo, si trasmette la relazione richiesta, predisposta dal competente Dipartimento del Tesoro.

IL CAPO DELL'UFFICIO