



LA COMPLICATA SEMPLIFICAZIONE DEI PROSPETTI TRA LISTING ACT E TRASPARENZA DEL MERCATO

Gli obiettivi dichiarati del pacchetto di proposte legislative sono migliorare il mercato interno dei capitali, assicurando la tutela degli investitori e l'efficienza del mercato, aiutando nel contempo le imprese, PMI incluse, ad accedere a diverse forme di finanziamento nell'Ue.

“**C**omplicare è facile, semplificare è difficile”, ci ammoniva Bruno Munari. Senz'altro consapevole di ciò, la Commissione europea in data 7 dicembre 2022 ha presentato il nuovo pacchetto di proposte legislative, unitariamente definito Listing Act, nell'ottica di promuovere ulteriormente la realizzazione dell'Unione dei mercati dei capitali (Capital Markets Union).

Il Listing Act, elaborato in attuazione dell'azione 2 del piano di azione della Capital Markets Union (come da ultimo pubblicato nel settembre 2020), sintetizzata “Supporting access to public markets”, si articola su tre pilastri

normativi, attualmente tutti allo stadio di proposta:

- (a) un Regolamento che renda i mercati pubblici dei capitali nell'Unione europea più attraenti per le società e facilitare l'accesso delle PMI al mercato dei capitali e permettere sia l'accesso ai mercati (modificando il Regolamento UE 2017/1129 sui prospetti) sia la successiva permanenza sui mercati (modificando il Regolamento UE 596/2014 sugli abusi di mercato, c.d. MAR);
- (b) una Direttiva volta a facilitare la produzione di ricerche sulle PMI e la creazione di segmenti di mercato qualificati come il mercato di cresci-

ta delle PMI (modificando la Direttiva 2014/65/UE, c.d. MiFID II) e abrogare la Direttiva 2001/34/CE, nota come Listing Directive, riducendo il requisito del flottante dal 25% al 10% e spostandone la disciplina nella citata MiFID II;

- (c) una Direttiva volta a permettere alle imprese che intendono quotarsi sui mercati di crescita per le PMI (SME Growth Market) di emettere azioni a voto multiplo.

Gli obiettivi dichiarati del Listing Act sono quelli di migliorare il mercato interno dei capitali, assicurando la tutela degli investitori e l'efficienza del mercato, aiutando nel contempo le imprese, incluse le PMI, ad accedere a diverse forme di finanziamento nell'Ue. Ottenere tali risultati comporta, inter alia, ridurre i costi normativi e di compliance per le società quotate e quotande, semplificando il processo di quotazione e rafforzando la chiarezza giuridica.

A questi obiettivi è quindi preteso lo sforzo della Commissione, che a tal fine si avvale dello strumento del Regolamento, che è fonte del diritto comunitario direttamente applicabile negli Stati membri e che consente quindi il massimo grado di armonizzazione.

DISCIPLINA DEI PROSPETTI

Sul punto, le proposte di modifica sono molteplici, ma solo il tempo e lo sviluppo di una prassi interpretativa in linea con la ratio della norma permetterà di apprezzarne la reale portata semplificatrice e, di conseguenza, il positivo supporto all'accesso ai mercati dei capitali.

In primis, si prevede un'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto per ottenere l'ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato di

titoli fungibili con titoli già quotati sul medesimo mercato, a condizione che i titoli di nuova ammissione rappresentino, su un periodo di 12 mesi, meno del 40% del numero di titoli già ammessi alla negoziazione nello stesso mercato regolamentato.

La proposta prevede inoltre che tale esenzione si applichi anche all'offerta pubblica di tali titoli, ferma restando la predetta soglia del 40%, ed estende altresì tale esenzione alle società che hanno negoziato titoli nel mercato di crescita per le PMI continuativamente per almeno gli ultimi 18 mesi prima dell'offerta o dell'ammissione alla negoziazione dei titoli.

Nei suddetti casi, oggi si dovrebbe pubblicare un prospetto semplificato per le emissioni secondarie. Si tratterebbe tuttavia di una esenzione parziale, in quanto l'emittente sarebbe comunque tenuto a redigere un breve documento di sintesi, sostitutivo del prospetto, contenente le informazioni di cui a un novello allegato IX e di massime dieci facciate A4.

La proposta, sulla carta di grande interesse, incontra però diversi limiti tra cui, oltre all'ipotesi in cui i titoli di nuova emissione o ammissione non siano fungibili con quelli quotati, anche le eventualità in cui l'emittente emetta titoli in occasione di un'offerta pubblica di scambio, una fusione o una scissione e non sia sottoposto a procedure di insolvenza o risanamento. In tali casi, l'emittente dovrà pubblicare un prospetto Ue di follow-on che sostituisce in via definitiva il citato prospetto semplificato per le emissioni secondarie (essendone abrogata la relativa norma) salvo "grandfathering" per i prospetti approvati prima dell'abrogazione. Non si prevede invece di riproporre il prospetto Ue

IL LISTING ACT, ELABORATO IN ATTUAZIONE DELL'AZIONE 2 DEL PIANO DI AZIONE DELLA CAPITAL MARKETS UNION SI ARTICOLA SU TRE PILASTRI NORMATIVI, OGGI ALLO STADIO DI PROPOSTA

della ripresa, che ha goduto di misurata fortuna fra gli emittenti, delle cui norme istitutive si conferma il decorso termine di validità al 31 dicembre 2022.

In compenso, il prospetto Ue della crescita è sostituito dal documento di emissione Ue della crescita, la cui valenza semplificatrice non pare immediata, anche tenuto conto del fatto che secondo il nuovo regime del documento di emissione Ue della crescita, tale documento sarebbe obbligatorio per le offerte pubbliche di titoli da parte di determinate categorie di offerenti, tra cui le PMI ed emittenti i cui titoli sono ammessi o saranno ammessi alla negoziazione in un mercato di crescita per le PMI, ma ovviamente solo purché essi non abbiano già titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. Tuttavia, nel caso delle emissioni secondarie, le PMI e gli emittenti nei mercati di crescita per le PMI potrebbero decidere di redigere un prospetto Ue di follow-on

per un'offerta pubblica di titoli, ma solo purché abbiano titoli già ammessi alla negoziazione in un mercato di crescita per le PMI continuativamente per almeno gli ultimi 18 mesi e non abbiano titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. Semplice, vero?

Altra semplificazione che dipenderà molto dalla sua prassi applicativa sarà l'introduzione di una soglia armonizzata unica per la pubblicazione di un prospetto relativo a offerte pubbliche di titoli di ammontare nominale complessivo inferiore a 12 milioni di euro in un periodo di 12 mesi. Apparentemente utile, tale norma si chiude, in cauda venenum, facoltizzando gli Stati membri a richiedere altri obblighi di comunicazione (quale, ad esempio, un documento informativo nazionale), purché ciò non costituisca un onere sproporzionato o inutile. Cosa sia sproporzionato o inutile è rimesso alla prudenza dell'interprete e, considerando che ai sensi della normativa vigente le offerte al di sotto degli otto milioni di euro in un periodo di 12 mesi sono oggi totalmente esenti, residua qualche dubbio sulla reale portata semplificatrice della novella, salvo che gli Stati membri decidano opportunamente di non prevedere obblighi comunicativi domestici invasivi, in particolare per le offerte di minor ammontare che oggi sarebbero interamente esenti.

In conclusione, lo sforzo della Commissione di semplificare il quadro normativo, pur bilanciando le opposte esigenze di trasparenza, è encomiabile anche se non è sempre evidente la maggior semplicità della novella regolamentare. Quel che è certo è solo che non si rischia di venir meno alla nota raccomandazione di Albert Einstein secondo cui "things should be made as simple as possible. Not simpler". ■