



Consiglio
dell'Unione europea

Bruxelles, 8 dicembre 2022
(OR. en)

15834/22

**Fascicolo interistituzionale:
2022/0405(COD)**

EF 369
ECOFIN 1299
CODEC 1970

NOTA DI TRASMISSIONE

Origine:	Segretaria generale della Commissione europea, firmato da Martine DEPREZ, direttrice
Data:	8 dicembre 2022
Destinatario:	Thérèse BLANCHET, segretaria generale del Consiglio dell'Unione europea
n. doc. Comm.:	COM(2022) 760 final
Oggetto:	Proposta di DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO che modifica la direttiva 2014/65/UE per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione più attraenti per le imprese e per facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali, e che abroga la direttiva 2001/34/CE

Si trasmette in allegato, per le delegazioni, il documento COM(2022) 760 final.

All.: COM(2022) 760 final

Bruxelles, 7.12.2022
COM(2022) 760 final

2022/0405 (COD)

Proposta di

DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO

che modifica la direttiva 2014/65/UE per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione più attraenti per le imprese e per facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali, e che abroga la direttiva 2001/34/CE

(Testo rilevante ai fini del SEE)

{SEC(2022) 760 final} - {SWD(2022) 762 final} - {SWD(2022) 763 final}

RELAZIONE

1. CONTESTO DELLA PROPOSTA

- **Motivi e obiettivi della proposta**

Contesto politico

La presente proposta rientra nel pacchetto della normativa sulle quotazioni, una serie di misure volte a rendere i mercati pubblici più attraenti per le imprese dell'UE e a facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese (PMI) al capitale. È in linea con l'obiettivo fondamentale dell'Unione dei mercati dei capitali di migliorare l'accesso alle fonti di finanziamento basate sul mercato per le imprese dell'UE in qualunque fase del loro sviluppo, anche per le imprese più piccole. Le società quotate, tra cui quelle quotate di recente, spesso superano le società private in termini di crescita annua delle entrate e creazione di posti di lavoro¹. Mediante le quotazioni sui mercati pubblici, le imprese possono diversificare la propria base di investitori, ridurre la propria dipendenza dai finanziamenti bancari, ottenere un accesso più agevole ed economico al capitale proprio e a finanziamenti con ricorso al credito aggiuntivi (attraverso offerte secondarie), migliorare il loro profilo pubblico e rafforzare la notorietà del marchio.

Dalla pubblicazione del primo piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali nel 2015, sono stati compiuti progressi per rendere l'accesso ai mercati pubblici più semplice e meno oneroso per le imprese, in particolare per le PMI. Nel gennaio 2018 la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio (MiFID II)² ha introdotto una nuova categoria di sistemi multilaterali di negoziazione, i mercati di crescita per le PMI³, al fine di incentivare l'accesso delle PMI ai mercati dei capitali. Nel 2019 il regolamento (UE) 2019/2115 del Parlamento europeo e del Consiglio⁴ (normativa sulle quotazioni delle PMI) ha introdotto nuove norme dell'UE di semplificazione normativa per le società che intendono quotarsi sui mercati di crescita per le PMI, preservando al tempo stesso un elevato livello di tutela degli investitori e di integrità del mercato. Tuttavia, nonostante tali progressi, i portatori di

¹ *Stimolare i mercati dei capitali dell'UE per le PMI - Rendere le quotazioni nuovamente attraenti*, relazione finale del Gruppo tecnico di portatori d'interesse (TESG) esperti sulle PMI, maggio 2021. Oxera Consulting LPP, *Mercati azionari primari e secondari nell'UE*, relazione finale, novembre 2020, [Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf](#).

² 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 (rifusione) (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 349).

³ Affinché un sistema multilaterale di negoziazione si qualifichi come un mercato di crescita per le PMI, almeno il 50 % degli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione nel sistema multilaterale di negoziazione devono essere PMI, ossia imprese che hanno una capitalizzazione di borsa media inferiore a 200 milioni di EUR ai sensi della MiFID II. Al fine di garantire un livello adeguato di tutela degli investitori, le norme di quotazione nei mercati di crescita per le PMI devono inoltre soddisfare determinati criteri di qualità, tra cui la necessità di redigere un documento di ammissione adeguato (quando il prospetto non è richiesto) e di rispettare l'informativa finanziaria periodica. Il quadro di riferimento per il mercato di crescita per le PMI è stato messo a punto per riconoscere ulteriormente le esigenze specifiche delle PMI che accedono per la prima volta ai mercati azionari e obbligazionari pubblici.

⁴ Regolamento (UE) 2019/2115 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 novembre 2019, che modifica la direttiva 2014/65/UE e i regolamenti (UE) n. 596/2014 e (UE) 2017/1129 per quanto riguarda la promozione dell'uso dei mercati di crescita per le PMI (GU L 320 dell'11.12.2019, pag. 1).

interessi sostengono la necessità di ulteriori interventi normativi per semplificare il processo di quotazione e renderlo più flessibile per gli emittenti.

Nel quadro nuovo piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali adottato nel settembre 2020 è stato annunciato che "al fine di promuovere e diversificare l'accesso ai finanziamenti da parte di imprese innovative e di piccole dimensioni, la Commissione cercherà di semplificare le norme di quotazione per i mercati pubblici". In linea con tale piano e facendo leva sulla normativa del 2019 sulle quotazioni delle PMI, la Commissione ha istituito un Gruppo tecnico di portatori d'interesse (*Technical Expert Stakeholder Group, TESG*) esperti sulle PMI che ha confermato il parere dei portatori di interessi circa la necessità di ulteriori interventi legislativi a sostegno della quotazione delle imprese e in particolare delle PMI. Nella relazione finale⁵ del maggio 2021 il TESG ha formulato 12 raccomandazioni per modificare il quadro di quotazione sia sui mercati regolamentati sia sui mercati di crescita per le PMI.

Il 15 settembre 2021 la presidente von der Leyen ha annunciato nella lettera d'intenti⁶ indirizzata al Parlamento e alla presidenza del Consiglio una proposta legislativa per facilitare l'accesso delle PMI al capitale, che è stata inserita nel programma di lavoro per il 2022 della Commissione⁷.

La decisione di una società di quotarsi è complessa ed è influenzata da una moltitudine di fattori, molti dei quali non rientrano nella sfera di competenza delle autorità di regolamentazione e pertanto non possono essere affrontati direttamente dalla legislazione. Ad esempio i fattori che incidono sul costo dei servizi di quotazione e, più in generale, l'instabilità geopolitica, la Brexit, la COVID-19 e l'inflazione hanno tutti avuto (e potrebbero continuare ad avere) un impatto sulla decisione di quotarsi, sulle tempistiche di quotazione e sull'eventualità di rimanere nel mercato nell'UE. Gli obblighi normativi nonché gli oneri e i costi associati rappresentano tuttavia un altro fattore importante da considerare nella decisione di una società di quotarsi e rimanere sul mercato. Il pacchetto della normativa sulle quotazioni presenta una serie mirata di misure volte a: i) ridurre l'onere normativo laddove sia considerato eccessivo (ossia quando la regolamentazione potrebbe contribuire alla protezione degli investitori/all'integrità del mercato in modo più efficiente sotto il profilo dei costi per i portatori di interessi); e ii) aumentare la flessibilità concessa dal diritto societario ai fondatori o agli azionisti di controllo delle società nella scelta delle modalità di distribuzione dei diritti di voto dopo l'ammissione alla negoziazione di azioni.

Il quadro normativo applicabile al processo di quotazione è caratterizzato da molteplici aspetti. Le società devono rispettare gli obblighi normativi prima, durante e dopo l'offerta pubblica iniziale (*initial public offering, IPO*). La proposta di direttiva è accompagnata da altre due proposte legislative, tutte facenti parte del pacchetto della normativa sulle quotazioni: i) una proposta di regolamento che modifica il regolamento sul prospetto e il regolamento sugli abusi di mercato, che mira a semplificare e chiarire gli obblighi in materia di quotazione applicabili ai mercati primari e secondari, mantenendo nel contempo un

⁵ Relazione finale del Gruppo tecnico di portatori d'interesse (TESG) esperti sulle PMI - Stimolare i mercati dei capitali dell'UE per le PMI - Rendere le quotazioni nuovamente attraenti (europa.eu).

⁶ Cfr. pag. 4: [state_of_the_union_2021_letter_of_intent_en.pdf](#) (europa.eu).

⁷ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni "Programma di lavoro della Commissione per il 2022 - Insieme per un'Europa più forte" (COM(2021) 645 final) [cwp2022_en.pdf](#) (europa.eu).

adeguato livello di tutela degli investitori e di integrità del mercato; e ii) una proposta di direttiva sulle strutture con azioni a voto plurimo, volta ad affrontare gli ostacoli normativi che emergono nella fase precedente all'IPO e, in particolare, la disparità di opportunità a disposizione delle imprese di tutta l'UE nella scelta di strutture di governance appropriate al momento della quotazione.

Motivazione della proposta

Le società quotate, in particolare le PMI, devono manifestarsi agli eventuali investitori: l'attuale basso livello di ricerca in materia di investimenti in relazione a tali emittenti, dovuto a molti fattori di base, porta alla loro scarsa visibilità e a un ridotto interesse da parte degli investitori, limitando ulteriormente la liquidità per le società già quotate.

Ai sensi della MiFID II e della direttiva delegata (UE) 2017/593 della Commissione⁸, i servizi di ricerca in materia di investimenti, se sono prestati da terzi a imprese di investimento in connessione con servizi di esecuzione/intermediazione, non sono considerati un incentivo se vengono ricevuti in cambio di: i) un pagamento diretto da parte dell'impresa di investimento sulle base delle proprie risorse; o ii) un pagamento da un conto di pagamento per la ricerca separato controllato dall'impresa e soggetto a diverse condizioni (note come "norme sulla disaggregazione"). Dopo alcuni anni di applicazione, il successo delle norme sulla disaggregazione appare contestabile.

Le norme sulla disaggregazione sembrano aver raggiunto alcuni degli obiettivi, tra cui una migliore gestione dei conflitti di interesse, la limitazione della produzione eccessiva di ricerca su azioni molto liquide e il miglioramento della trasparenza dei costi associati alla prestazione di servizi di ricerca. Tuttavia tali norme non hanno contribuito alla crescita dei prestatori indipendenti di servizi di ricerca in materia di investimenti. Al contrario, a seguito dell'introduzione delle norme sulla disaggregazione, la ricerca indipendente è divenuta insostenibile a causa dei bassi prezzi praticati da alcuni grandi prestatori di servizi di ricerca.

I dati suggeriscono inoltre che le norme sulla disaggregazione potrebbero aver compromesso la disponibilità complessiva della ricerca, in particolare per le imprese a bassa e media capitalizzazione, e aver portato a un ridimensionamento dell'infrastruttura di ricerca di mercato, a scapito di un mercato degli analisti competitivo e diversificato. Gli intermediari dell'UE, che in passato avevano prestato servizi di ricerca alle PMI nell'ambito dei loro servizi di investimento "aggregati", hanno ridotto le capacità per le PMI in seguito alla decisione di non trasferire i costi della ricerca ai loro clienti. A risentirne è stato in particolare il segmento delle imprese quotate a bassa e media capitalizzazione in quanto, grazie ai pagamenti aggregati, i pagamenti per i servizi di ricerca sulle grandi imprese potevano essere utilizzati per la ricerca sulle imprese a bassa e media capitalizzazione. Nel complesso, diverse indagini mostrano che negli anni successivi all'entrata in vigore delle norme sulla disaggregazione la copertura delle PMI si è notevolmente ridotta o è venuta del tutto meno. Ne sono conseguite un'ulteriore concentrazione nel mercato della ricerca "disaggregato" e una riduzione della diversità e dell'ampiezza dei servizi di ricerca offerti.

⁸ Direttiva delegata (UE) 2017/593 della Commissione, del 7 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di governance dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari (GU L 87 del 31.3.2017, pag. 500).

Sebbene le norme sulla disaggregazione fossero concepite per spezzare il legame tra le commissioni di intermediazione e la ricerca in materia di investimenti, nonché per creare un "prezzo" per la ricerca in materia di investimenti, la disaggregazione non ha di fatto consentito di determinare il prezzo dei servizi di ricerca in maniera indipendente e non ha neppure aperto questo mercato ai prestatori indipendenti (di servizi diversi dall'intermediazione). Soprattutto, le norme sulla disaggregazione non hanno impedito la tendenza negativa nella copertura delle imprese a bassa e media capitalizzazione da parte dei servizi di ricerca, né hanno fatto emergere prestatori di servizi di ricerca indipendenti e incentrati sulle PMI.

Nel 2021 le norme sulla disaggregazione sono state modificate per la prima volta nell'ambito di uno sforzo più generale previsto dal pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali⁹ per sostenere la ripresa dalla crisi COVID-19, che ha costretto le imprese a ricorrere maggiormente al debito indebolendo le loro strutture di finanziamento. Laddove vi era bisogno di una ricapitalizzazione urgente, la necessità di una maggiore visibilità delle imprese dell'UE, in particolare delle imprese a bassa e media capitalizzazione, è stata ritenuta fondamentale e il costo implicito della mancanza di copertura da parte dei servizi di ricerca è risultato ancora più elevato. In tale contesto, il pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali applicabile dal 28 febbraio 2022 ha cercato di migliorare la copertura delle imprese a bassa e media capitalizzazione da parte dei servizi di ricerca¹⁰, prevedendo un'esenzione dalle norme sulla disaggregazione per la ricerca in materia di investimenti riguardante gli emittenti la cui capitalizzazione di mercato non supera 1 miliardo di EUR per il periodo di 36 mesi precedente la fornitura dei servizi di ricerca, consentendo in tal modo, in simili casi, un pagamento congiunto per l'esecuzione delle negoziazioni e la ricerca. Tuttavia tale misura, pur essendo stata accolta con grande favore, non ha affrontato in modo sufficiente il problema. Poiché molte imprese di investimento e molti intermediari offrono servizi a imprese di dimensioni (e con capitalizzazioni) diverse, comprese quelle che superano la capitalizzazione di 1 miliardo di EUR prevista dal pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali, tali imprese di investimento e intermediari hanno deciso di non introdurre due sistemi paralleli di fatturazione dei servizi di ricerca, mantenendo l'approccio disaggregato per tutti i clienti. Pertanto la modifica del pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali non ha pienamente raggiunto l'obiettivo di sostenere la produzione di ricerca sulle imprese a bassa e media capitalizzazione e in tale contesto sarebbe necessaria un'ulteriore revisione legislativa.

Oltre alle modifiche del regime di disaggregazione della ricerca, la proposta introduce un numero limitato di modifiche del quadro legislativo che disciplina il mercato di crescita per le

⁹ Direttiva (UE) 2021/338 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 febbraio 2021, che modifica la direttiva 2014/65/UE per quanto riguarda gli obblighi di informazione, la governance del prodotto e i limiti di posizione, e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/878 per quanto riguarda la loro applicazione alle imprese di investimento, per sostenere la ripresa dalla crisi COVID-19.

¹⁰ Il considerando 8 del pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali (direttiva (UE) 2021/338 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 febbraio 2021, che modifica la direttiva 2014/65/UE per quanto riguarda gli obblighi di informazione, la governance del prodotto e i limiti di posizione, e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/878 per quanto riguarda la loro applicazione alle imprese di investimento, per sostenere la ripresa dalla crisi COVID-19) stipula che: "[n]el periodo immediatamente successivo alla pandemia di COVID-19, gli emittenti, e in particolare le imprese a bassa e media capitalizzazione, devono essere sostenuti da mercati dei capitali forti. La ricerca sugli emittenti a bassa e media capitalizzazione è fondamentale per aiutare gli emittenti a mettersi in contatto con gli investitori. Tale ricerca aumenta la visibilità degli emittenti e garantisce pertanto un livello adeguato di investimenti e liquidità. Le imprese di investimento dovrebbero essere autorizzate a pagare congiuntamente per la fornitura di servizi di ricerca e di esecuzione, purché siano soddisfatte determinate condizioni".

PMI, una categoria di sistemi multilaterali di negoziazione creata nell'ambito della MiFID II per aumentare la visibilità e il profilo delle PMI e contribuire allo sviluppo di norme di regolamentazione comuni nell'UE per i mercati specializzati nelle PMI¹¹.

Infine la proposta mira anche ad abrogare la direttiva sulle quotazioni. Adottata nel 2001, tale direttiva di armonizzazione minima costituiva la base per la quotazione nei mercati dell'UE prima dell'adozione della direttiva sul prospetto¹² e della direttiva sulla trasparenza¹³ che hanno successivamente sostituito la maggior parte delle disposizioni che armonizzavano le condizioni per la fornitura di informazioni sulle richieste di ammissione di valori mobiliari alla quotazione e delle informazioni sui valori mobiliari ammessi alla negoziazione. La MiFID ha introdotto la nozione di "ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione in un mercato regolamentato". L'analisi della commissione permanente dei mercati dei valori mobiliari dell'ESMA sull'attuazione della direttiva sulle quotazioni ha rilevato che molti Stati membri non applicano più nel diritto nazionale i concetti utilizzati in tale direttiva¹⁴. Inoltre gli Stati membri che continuano ad applicare tali concetti nel diritto nazionale dispongono di un margine di discrezionalità piuttosto ampio per discostarsi dalle norme stabilite nella direttiva sulle quotazioni al fine di tener conto delle specifiche condizioni del mercato locale. Attualmente alcuni Stati membri utilizzano spesso i due concetti di "ammissione alla quotazione ufficiale" e "ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato" in modo intercambiabile. Il duplice regime di ammissione alla negoziazione, da un lato, e di ammissione alla quotazione ufficiale, dall'altro, potrebbe comportare incertezza giuridica a livello dell'Unione, in particolare a causa del fatto che gli obblighi in materia di trasparenza e di abusi di mercato, che mirano a tutelare gli investitori e a garantire l'integrità del mercato, non sono attualmente applicati agli strumenti ammessi alla quotazione ufficiale, ma si applicano invece agli strumenti ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

Obiettivi della proposta

L'obiettivo generale della presente proposta è introdurre adeguamenti mirati del corpus di norme dell'UE al fine di migliorare la visibilità delle società quotate, in particolare delle PMI, e semplificare il processo di quotazione nell'intento di migliorare la chiarezza giuridica.

Le modifiche mirate proposte della MiFID II sono volte a facilitare lo sviluppo e la prestazione di servizi di ricerca in materia di investimenti sulle imprese, con particolare riguardo per quelle a bassa e media capitalizzazione, e a incentivare ulteriormente l'attrattiva del regime dei mercati di crescita per le PMI al fine di agevolare, in ultima analisi, l'accesso

¹¹ Nell'aprile 2021 l'ESMA ha pubblicato la sua relazione finale sul funzionamento del regime per i mercati di crescita per le PMI, nella quale ha concluso che, al momento della pubblicazione della relazione, tale nuovo regime è stato relativamente efficace per 17 sistemi multilaterali di negoziazione registrati come mercati di crescita per le PMI. Relazione disponibile all'indirizzo: [final_report_on_sme_gms_-_mifid_ii.pdf](#) (europa.eu).

¹² Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE (GU L 345 del 31.12.2003, pag. 64).

¹³ Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 2004, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato (GU L 390 del 31.12.2004, pag. 38).

¹⁴ Solo sette autorità nazionali competenti hanno rilevato che la direttiva sulle quotazioni è ancora in vigore, in tutto o in parte, nella propria giurisdizione. Un'analisi più dettagliata figura nell'allegato 7 della valutazione d'impatto che accompagna la presente proposta.

delle imprese a bassa e media capitalizzazione ai mercati dei capitali. La presente proposta innalza la soglia di capitalizzazione di mercato delle imprese a bassa e media capitalizzazione al di sotto della quale sarebbe possibile riaggregare le commissioni di esecuzione delle negoziazioni e le commissioni di ricerca. Innalzando l'attuale soglia di 1 miliardo di EUR fino a 10 miliardi di EUR, si intende includere una gamma più ampia di imprese a bassa e media capitalizzazione, e in particolare un numero maggiore di imprese di medie dimensioni, che trarrebbero beneficio da un regime di riaggregazione, consentendo in particolare l'utilizzo dei pagamenti per i servizi di ricerca sulle grandi imprese anche per la ricerca sulle piccole imprese. L'esenzione dal regime di disaggregazione eliminerà gli ostacoli all'accesso a una maggiore ricerca sulle imprese a bassa e media capitalizzazione e, a livello mondiale, dovrebbe imprimere nuovo slancio al mercato della ricerca in materia di investimenti. Quanta più ricerca sulle imprese a bassa e media capitalizzazione sarà messa a disposizione dei potenziali investitori, tanto maggiori saranno le possibilità per tali imprese di reperire finanziamenti. Più ricerca in materia di investimenti su tali imprese conferirà loro maggiore visibilità e maggiori prospettive di attrarre potenziali investitori. Considerando l'elevato numero di imprese a bassa e media capitalizzazione nell'UE, è fondamentale per l'economia dell'UE che tali imprese abbiano accesso a fonti di finanziamento diversificate, anche attraverso i mercati dei capitali.

Inoltre la presente proposta mira a fornire un quadro per lo sviluppo di un particolare tipo di ricerca a carico dell'emittente ("ricerca sponsorizzata dall'emittente"). Da una consultazione pubblica, dagli scambi con i portatori di interessi e da diverse analisi¹⁵ è emerso che questo tipo di ricerca si è sviluppato, in particolare, a seguito dell'introduzione della MiFID II, al fine di compensare la mancanza di copertura delle imprese a bassa e media capitalizzazione da parte dei servizi di ricerca. Tenuto conto dei conflitti di interesse inerenti a tale ricerca, appare necessario regolamentarne la produzione per garantire un'informazione equa e accurata per i consumatori. Per promuovere una ricerca più trasparente e indipendente, la presente proposta impone che tale ricerca sia prodotta sulla base di un codice di condotta elaborato o approvato da un gestore del mercato o da un'autorità competente dell'UE.

Al fine di rendere la ricerca in materia di investimenti qualificata come ricerca sponsorizzata dall'emittente più facilmente accessibile al pubblico e di promuovere la visibilità delle imprese a bassa e media capitalizzazione presso i potenziali investitori, ai sensi della proposta gli Stati membri garantiscono la possibilità per gli emittenti di presentare la propria ricerca sponsorizzata dall'emittente all'organismo di raccolta quale definito all'[articolo 2, punto 2), della proposta di regolamento relativo a un punto di accesso unico europeo¹⁶].

Una volta istituito, il punto di accesso unico europeo (*European Single Access Point*, ESAP), proposto dalla Commissione il 25 novembre 2021¹⁷ e attualmente oggetto di negoziati interistituzionali con i colegislatori dell'UE, fornirà un punto di accesso unico alle informazioni finanziarie pubbliche sulle imprese dell'UE, comprese le PMI, e sui prodotti di

¹⁵ Relazione intitolata *Reviving research in the wake of Directive 2014/65/UE: Observations, issues and recommendations* disponibile al seguente indirizzo: 20200124-rapport-mission-recherche-projet-vapm.pdf (amf-france.org).

¹⁶ Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un punto di accesso unico europeo che fornisce un accesso centralizzato alle informazioni accessibili al pubblico pertinenti per i servizi finanziari, i mercati dei capitali e la sostenibilità (2021/0378 (COD)).

¹⁷ Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un punto di accesso unico europeo che fornisce un accesso centralizzato alle informazioni accessibili al pubblico pertinenti per i servizi finanziari, i mercati dei capitali e la sostenibilità (2021/0378 (COD)).

investimento dell'UE. L'ESAP è concepito per conferire alle imprese dell'UE, in particolare alle PMI, una maggiore visibilità presso gli investitori e potrebbe essere utilizzato per raccogliere e diffondere la ricerca sponsorizzata dall'emittente. In futuro potrà essere utilizzato per pubblicare le notifiche degli emittenti relative alla ricerca sponsorizzata dall'emittente e i contenuti di tale ricerca.

Inoltre le modifiche mirate della MiFID II sono volte a chiarire che un gestore di un sistema multilaterale di negoziazione può chiedere che un segmento di tale sistema sia registrato come mercato di crescita per le PMI, purché siano rispettati determinati obblighi in relazione a tale segmento.

La presente proposta mira altresì ad aumentare l'armonizzazione e la coerenza delle norme di quotazione nell'UE, al fine di rendere il quadro normativo adeguato allo scopo. In particolare armonizza e consolida le norme di quotazione abrogando la direttiva sulle quotazioni e trasferendone le disposizioni pertinenti alla MiFID II, al fine di ridurre l'incertezza giuridica e il rischio di arbitraggio normativo nell'UE.

Tali disposizioni riguardano gli aspetti seguenti: i) il flottante obbligatorio minimo, che determina la quota di capitale azionario emesso da una società che è detenuta da investitori pubblici, rispetto alle partecipazioni di controllo detenute dai dirigenti, dagli amministratori o dagli azionisti; e ii) la capitalizzazione di borsa prevedibile delle azioni oggetto della richiesta di ammissione alla quotazione o, qualora questa non sia valutabile, l'attivo netto della società, compresi i risultati dell'ultimo esercizio. La proposta riduce inoltre il flottante obbligatorio minimo dal 25 % al 10 % per consentire una maggiore flessibilità agli emittenti che desiderano mantenere un'ampia quota nella società. Inoltre la nuova soglia minima di flottante del 10 % non sarà limitata al solo pubblico dell'UE/del SEE. Tale restrizione geografica del flottante obbligatorio all'UE/al SEE non sarà mantenuta, in quanto la MiFID II non prevede una simile restrizione per gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione.

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

Le modifiche della MiFID II e l'abrogazione della direttiva sulle quotazioni sono in linea con gli obiettivi generali della MiFID II di aumentare la trasparenza e rafforzare la protezione degli investitori. Inoltre la presente proposta riprende e amplia ulteriormente le modifiche apportate dal pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali al regime della ricerca in materia di investimenti.

Le modifiche mirate della MiFID II sono pienamente in linea con gli obiettivi dell'attuale regime dei mercati di crescita per le PMI previsto dalla MiFID II di "facilitare l'accesso al capitale per le piccole e medie imprese" e con la necessità di 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 imprese a bassa e media capitalizzazione ai mercati dei capitali attraverso i mercati di crescita per le PMI"¹⁸.

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

La proposta è pienamente in linea con l'obiettivo primario dell'Unione dei mercati dei capitali di rendere i finanziamenti più accessibili alle imprese dell'UE e in particolare alle PMI. È

¹⁸ MiFID II, considerando 132.

coerente con una serie di azioni legislative e non legislative adottate dalla Commissione nel quadro del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali del 2015¹⁹, della revisione intermedia del 2017 del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali²⁰ e del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali del 2020.

Agevolare l'accesso ai finanziamenti da parte delle imprese, in particolare delle PMI, è stato fin dall'inizio un obiettivo fondamentale dell'Unione dei mercati dei capitali al fine di sostenere l'occupazione e la crescita nell'UE. Dalla pubblicazione del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali nel 2015, sono state intraprese alcune azioni mirate per favorire fonti di finanziamento adeguate per le PMI in tutte le fasi di sviluppo. Nella revisione intermedia del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali, pubblicata a giugno 2017, la Commissione ha deciso di accrescere il proprio livello di ambizione e ha posto maggiore attenzione all'accesso delle PMI ai mercati pubblici. A maggio 2018 la Commissione ha pubblicato una proposta di normativa sulle quotazioni delle PMI²¹ volta a ridurre gli oneri amministrativi e gli elevati costi di conformità che gravano sugli emittenti dei mercati di crescita per le PMI, assicurando nel contempo un elevato livello di integrità del mercato e di tutela degli investitori; promuovere la liquidità delle azioni delle PMI quotate in borsa per accrescere l'attrattiva di tali mercati per gli investitori, gli emittenti e gli intermediari; e agevolare la registrazione dei sistemi multilaterali di negoziazione come mercati di crescita per le PMI. La normativa sulle quotazioni delle PMI è stata adottata nel novembre 2019.

Inoltre, a seguito della crisi COVID-19, la Commissione ha pubblicato il pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali, che comprendeva modifiche mirate dei mercati dei capitali e della regolamentazione bancaria, con l'obiettivo generale di rendere più facile per i mercati dei capitali sostenere le imprese dell'UE nella ripresa dalla crisi COVID-19. Le modifiche proposte delle norme relative al mercato dei capitali miravano in particolare ad alleggerire gli oneri normativi e la complessità per le imprese di investimento e gli emittenti.

La presente proposta fa seguito al piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali del 2020 e al suo obiettivo di rendere i finanziamenti più accessibili alle imprese dell'UE (azione 2 "sostegno all'accesso ai mercati pubblici"). La proposta mira ad allentare gli obblighi normativi che possono scoraggiare una società dalla decisione di quotarsi o di rimanere sul mercato. Altri fattori che potrebbero scoraggiare gli emittenti dal quotarsi, ad esempio una base di investitori ristretta e un trattamento fiscale preferenziale del debito rispetto al capitale, sono affrontati da altre iniziative in corso e imminenti nell'ambito dell'Unione dei mercati dei capitali che integrano le modifiche indicate nella presente proposta e dovrebbero essere analizzate congiuntamente alla presente iniziativa. Tali iniziative riguardano ad esempio: i) la creazione di un punto di accesso unico europeo che affronterà la mancanza di dati accessibili e comparabili per gli investitori, rendendo le società più visibili agli investitori; ii) l'accentramento delle informazioni relative alle negoziazioni dell'UE in un sistema consolidato per uno scenario di negoziazione più efficiente sui mercati pubblici e la

¹⁹ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni "Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali" (COM(2015) 468 final).

²⁰ 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)
https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf.

²¹ 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 final).

determinazione dei prezzi; iii) l'introduzione di un'agevolazione per ridurre la distorsione a favore del debito rispetto al capitale²² per rendere il finanziamento azionario più attraente (e meno costoso) per le società.

Inoltre una serie di iniziative della Commissione rafforzerà ulteriormente la base di investitori per strumenti di capitale quotati. Il fondo IPO dell'UE per le PMI avrà il ruolo di *anchor investor* per attrarre maggiori investimenti privati nei capitali pubblici delle PMI, collaborando con gli investitori istituzionali e investendo in fondi dedicati agli emittenti delle PMI. Le revisioni del regolamento sui requisiti patrimoniali e della direttiva Solvibilità II accresceranno la base di investitori per gli emittenti agevolando gli investimenti delle banche e delle imprese di assicurazione in capitale pubblico (a lungo termine).

La presente proposta è inoltre in linea con la nuova agenda europea per l'innovazione²³ pubblicata nel 2022.

La proposta tiene altresì conto degli elementi di prova alla base del parere della piattaforma "Fit For Future" in merito alla promozione dell'accesso delle PMI al capitale e, in particolare, alla semplificazione delle procedure di ammissione alla negoziazione di titoli delle PMI e ad altri obblighi in materia di quotazione.

Infine la presente proposta aiuterà soprattutto le PMI dell'UE a beneficiare di un regime legislativo più chiaro e più semplice per accedere ai mercati dei capitali. Ciò è anche in linea con l'obiettivo del pacchetto di aiuti per le PMI annunciato dalla presidente della Commissione Ursula von der Leyen, in data 19 settembre 2022, in occasione del discorso sullo stato dell'Unione europea²⁴.

2. BASE GIURIDICA, SUSSIDIARIETÀ E PROPORZIONALITÀ

• Base giuridica

La proposta si fonda sull'articolo 50, sull'articolo 53, paragrafo 1, e sull'articolo 114 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE)²⁵.

L'articolo 50, paragrafo 1, TFUE e, in particolare, l'articolo 50, paragrafo 2, lettera g), TFUE prevedono la competenza dell'UE ad agire per conseguire la libertà di stabilimento per quanto riguarda una determinata attività, in particolare "coordinando, nella necessaria misura e al fine di renderle equivalenti, le garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle società a mente dell'articolo 54, secondo comma per proteggere gli interessi tanto dei soci come dei terzi". L'articolo 50 TFUE conferisce al Parlamento europeo e al Consiglio il mandato di deliberare mediante direttive.

²² Proposta di direttiva del Consiglio che stabilisce norme sull'introduzione di un'agevolazione per ridurre la distorsione a favore del debito rispetto al capitale e sulla limitazione della deducibilità degli interessi ai fini dell'imposta sul reddito delle società (COM(2022) 216 final).

²³ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni "Una nuova agenda europea per l'innovazione" (COM(2022) 332 final).

²⁴ Commissione europea — Dichiarazione, Un "pacchetto di aiuti" per dare alle nostre PMI un'ancora di salvezza in acque agitate I Blog del commissario Thierry Breton; Bruxelles, 19 settembre 2022.

²⁵ GU C 326 del 26.10.2012, pag. 47.

L'articolo 114 TFUE prevede l'adozione di misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione o il funzionamento del mercato interno. Il legislatore dell'Unione può ricorrere all'articolo 114 TFUE, in particolare, quando le disparità tra le normative nazionali ostacolano le libertà fondamentali o falsano la concorrenza e pertanto incidono direttamente sul funzionamento del mercato interno.

La base giuridica per le modifiche della MiFID II è l'articolo 53, paragrafo 1, TFUE. L'articolo 53 TFUE conferisce ai legislatori il potere di emanare direttive volte a facilitare l'accesso e l'esercizio di attività commerciali da parte delle persone in tutta l'UE.

- **Sussidiarietà (per la competenza non esclusiva)**

A norma dell'articolo 4 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 (TUE). Occorre valutare se gli obiettivi della proposta: i) non potrebbero essere conseguiti dai singoli Stati membri; e ii) potrebbero essere meglio conseguiti a livello dell'UE, in considerazione della loro portata e dei loro effetti. Occorre inoltre valutare se gli obiettivi possano essere meglio conseguiti attraverso un'azione a livello dell'UE (il cosiddetto "test di efficacia").

La misura proposta mira a garantire una migliore copertura da parte dei servizi di ricerca nell'UE, in particolare per le imprese a bassa e media capitalizzazione. Poiché la misura riguarda le norme in materia di incentivi disciplinate dalla MiFID II, le norme rivedute si applicherebbero anche a livello dell'UE.

Per quanto riguarda il codice di condotta per la ricerca sponsorizzata dall'emittente, considerando che tale ricerca può essere distribuita a livello transfrontaliero, la misura dell'UE proposta garantirebbe l'applicazione di un livello di prescrizioni identico o analogo per tutta la ricerca finanziata dall'emittente. Ciò migliorerebbe in modo armonizzato la qualità della ricerca sponsorizzata dall'emittente in tutta l'UE e di conseguenza l'accesso alle opportunità di finanziamento attraverso i mercati pubblici dell'UE.

Per quanto riguarda gli obblighi in materia di quotazione di cui alla direttiva sulle quotazioni, i diversi approcci adottati dagli Stati membri e le loro diverse interpretazioni delle norme rendono difficile ridurre la frammentazione normativa nell'UE. Poiché la MiFID II contempla ora le norme per l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione e mira alla massima armonizzazione tra le norme nazionali, l'introduzione al suo interno delle rimanenti disposizioni pertinenti della direttiva sulle quotazioni sembra essere il modo più appropriato per ridurre le divergenze nell'applicazione delle norme di quotazione nell'UE.

- **Proporzionalità**

Secondo il principio di proporzionalità, la proposta si limita a quanto strettamente necessario per conseguire i suoi obiettivi. Essa è compatibile con il principio di proporzionalità, tenuto conto del giusto equilibrio tra gli interessi in gioco dei partecipanti al mercato e l'efficienza in termini di costi della misura.

Per quanto riguarda la ricerca in materia di investimenti, la modifica normativa proposta ridurrà l'onere per le imprese di investimento e garantirà a sua volta la copertura di un maggior numero di imprese a bassa e media capitalizzazione da parte dei servizi di ricerca, nonché una migliore visibilità sul mercato per tali imprese.

Per quanto riguarda la direttiva sulle quotazioni nel suo complesso, la proposta di abrogarla e di includere le disposizioni pertinenti nella MiFID II rispecchia l'evoluzione del contesto legislativo.

- **Scelta dell'atto giuridico**

La presente proposta modifica una direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio adottata sulla base dell'articolo 53, paragrafo 1, TFUE. Si rende pertanto necessaria una proposta di direttiva per modificare la direttiva in questione.

La direttiva sulle quotazioni si fonda sugli articoli 50 e 114 TFUE. Tale direttiva sarà abrogata e le pertinenti disposizioni in materia di quotazione saranno introdotte nella MiFID II. Ciò consentirà agli Stati membri di modificare la legislazione attualmente in vigore nella misura necessaria a garantire il rispetto delle pertinenti disposizioni della MiFID II.

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

- **Valutazioni ex post / Vaglio di adeguatezza della legislazione vigente**

L'iniziativa mira a ridurre gli oneri normativi che gravano sugli emittenti all'atto del processo di quotazione e in seguito. Pertanto essa copre solo gli aspetti della legislazione dell'UE che secondo i portatori di interessi ostacolano l'accesso delle imprese ai mercati pubblici e la loro capacità di rimanere in tali mercati.

Per orientare la presente iniziativa, i servizi della Commissione hanno raccolto una quantità significativa di dati direttamente presso le sedi di negoziazione e gli emittenti (comprese le associazioni di PMI). Il TESG (attivo tra l'ottobre 2020 e il maggio 2021) ha fornito alcuni elementi di prova in aggiunta ai contributi ricevuti dai partecipanti al mercato. A novembre 2020 la Commissione ha inoltre commissionato uno studio a Oxera sui mercati azionari primari e secondari nell'UE, che contiene una panoramica molto dettagliata dei mercati dei capitali dell'UE. Altre fonti utilizzate sono l'ampia letteratura accademica e la ricerca.

Maggiori informazioni sui problemi individuati nella proposta figurano nella valutazione d'impatto sulla normativa sulle quotazioni allegata alla presente proposta. L'allegato 7 fornisce una panoramica del modo in cui la direttiva sulle quotazioni è stata attuata dagli Stati membri e definisce le possibili linee d'azione future. L'allegato 9 analizza le norme sulla ricerca in materia di investimenti e le modifiche apportate finora al contesto normativo dell'UE. Illustra inoltre le possibili vie da seguire.

- **Consultazioni dei portatori di interessi**

Il 19 novembre 2021 la Commissione ha avviato una consultazione pubblica e mirata di 14 settimane per raccogliere i pareri dei portatori di interessi su come aumentare l'attrattiva generale delle quotazioni nei mercati pubblici dell'Unione, comprese eventuali carenze del quadro normativo che dissuadono le imprese dal raccogliere fondi attraverso i mercati dei capitali. La consultazione ha posto domande specifiche riguardanti il regolamento (UE) 2017/1129, il regolamento (UE) n. 596/2014 e comprendenti la direttiva 2001/34/CE e la direttiva 2014/65/UE e gli ambiti da migliorare da un punto di vista generale.

Nel complesso sono state ricevute 108 risposte da parte di portatori di interessi provenienti da 22 Stati membri, dagli Stati Uniti, dal Regno Unito e dalla Svizzera.

La maggioranza dei rispondenti (60 %) ritiene opportuno includere nel livello 1 le condizioni alle quali un gestore di un sistema multilaterale di negoziazione può registrare un segmento di

tale sistema come mercato di crescita per le PMI. Tali rispondenti sottolineano che ciò migliorerebbe la chiarezza giuridica e aggiungono che una simile modifica potrebbe anche incentivare un maggior numero di sistemi multilaterali di negoziazione a registrare i segmenti come mercati di crescita per le PMI.

Una piccola maggioranza dei rispondenti (51 %) ritiene che il nuovo regime della ricerca introdotto dal pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali sia utile a sostenere l'accesso delle PMI ai mercati dei capitali. La maggior parte dei rispondenti sottolinea che l'impatto di tale pacchetto è tuttavia molto limitato. Alcuni osservano che la copertura delle PMI da parte dei servizi di ricerca è considerata non economica per i gestori di attivi e i prestatori di servizi di ricerca e che questa sembra essere una tendenza a lungo termine. Le autorità nazionali competenti e, soprattutto, le associazioni di categoria sottolineano in ogni caso che è ancora troppo presto per dire quale sarà l'impatto complessivo del nuovo regime. La stragrande maggioranza dei rispondenti (72,9 %) riterrebbe opportuno allentare ulteriormente il regime della ricerca previsto dalla MiFID II. Mentre alcuni suggeriscono di revocare la soglia di esenzione al fine di coprire pienamente il segmento delle imprese a bassa e media capitalizzazione, diverse associazioni di categoria ritengono che tornare ad aggregare completamente i prezzi dell'esecuzione e della ricerca sulle imprese sia l'unica soluzione per stimolare la ricerca sulle PMI (che è scesa a un livello quasi inesistente). Alcuni ritengono inoltre che il regime della ricerca previsto dalla MiFID II sia stato erroneamente concepito per le imprese di qualsiasi dimensione. Essi affermano che il regime previsto dalla MiFID II è diventato indirettamente un incentivo a concentrare una parte più ampia del valore dei servizi di ricerca nelle mani di pochi grandi operatori (portando quindi al consolidamento del settore).

Una maggioranza raccomanda di esentare completamente dalla regola della disaggregazione la ricerca sui titoli a reddito fisso, in quanto la riforma non ha prodotto alcun impatto sui differenziali né ha portato a una maggiore ricerca da parte di prestatori di servizi indipendenti. Tuttavia alcuni rispondenti si oppongono anche fortemente alla riaggregazione completa, sostenendo che ciò creerebbe condizioni inaccettabili di disparità tra la ricerca svolta dalle imprese di investimento e da altri produttori di ricerca e che la ricerca deve essere indipendente, a prescindere dal fatto che il soggetto che la produce possa svolgere altre attività o appartenere a un gruppo. Molti rispondenti suggeriscono di incoraggiare la ricerca sponsorizzata dall'emittente e sostengono che questo sia l'unico modo per sviluppare la ricerca sulle PMI (prodotti sia azionari sia a reddito fisso). Essi suggeriscono tuttavia misure di salvaguardia per aumentarne l'accettabilità da parte degli investitori, ad esempio assoggettandola a un codice di condotta e qualificandola chiaramente come ricerca sponsorizzata dall'emittente (e non come comunicazione di marketing). Un'ampia maggioranza dei rispondenti (58,5 %) ritiene che la direttiva sulle quotazioni, nella sua forma attuale, debba essere modificata. I rispondenti esprimono opinioni divergenti sul fatto che la direttiva sulle quotazioni debba essere integrata in un altro atto legislativo, modificata come direttiva, modificata e trasformata in regolamento o abrogata. Oltre il 33 % dei rispondenti ritiene che le definizioni di cui all'articolo 1 della direttiva sulle quotazioni siano obsolete; quasi il 47 % non è in grado di fornire una risposta; mentre pochissimi rispondenti (20 %) ritengono che le definizioni non siano obsolete. La maggior parte degli intervistati (54 %) ritiene che l'ampia flessibilità che la direttiva sulle quotazioni lascia agli Stati membri e alle autorità nazionali competenti per quanto riguarda l'applicazione delle norme per l'ammissione alla quotazione ufficiale di azioni e titoli di debito sia adeguata alla luce delle condizioni del mercato locale. La maggior parte dei rispondenti che hanno espresso il proprio parere ritiene che la capitalizzazione di borsa attesa (articolo 43, paragrafo 1, della direttiva sulle quotazioni), la comunicazione precedente all'IPO (articolo 44 della direttiva sulle quotazioni) e il flottante obbligatorio (articolo 48, paragrafo 5, della direttiva sulle quotazioni) siano

molto o piuttosto pertinenti (rispettivamente 67 %, 68 % e 72 %). Mentre alcuni rispondenti aggiungono che è necessaria flessibilità per adeguare le prescrizioni in funzione delle dimensioni del mercato o dell'emittente (per avere la possibilità di abbassare la soglia del flottante), altri sostengono che la discrezionalità nazionale non sarebbe necessaria se venisse fissata una soglia minima adeguata a livello dell'UE.

- **Assunzione e uso di perizie**

Negli ultimi anni, l'accesso ai mercati pubblici da parte delle imprese e soprattutto delle PMI è stato al centro delle continue valutazioni della Commissione. Le questioni relative all'onere normativo per le imprese in sede di accesso ai mercati pubblici sono state sollevate nel contesto del TESG e del piano d'azione del 2020 per l'Unione dei mercati dei capitali. La Commissione ha inoltre tenuto conto di ampie ricerche condotte nell'ambito dello studio Oxera sull'argomento.

Nell'aprile 2022 la Commissione ha anche organizzato due riunioni/laboratori tecnici con i portatori di interessi del settore al fine di affinare ulteriormente le opzioni strategiche in esame.

La Commissione ha altresì presentato l'obiettivo della proposta al gruppo di esperti del comitato europeo dei valori mobiliari e ai coordinatori della commissione per i problemi economici e monetari (ECON) del Parlamento europeo.

Raccomandazioni dei gruppi di esperti

Nell'ottobre 2020 la Commissione europea ha istituito il TESG. Il Gruppo era stato incaricato di monitorare e valutare il funzionamento dei mercati di crescita per le PMI, nonché di fornire competenze e possibili contributi in merito ad altre aree pertinenti dell'accesso delle PMI ai mercati pubblici. Il TESG ha confermato le preoccupazioni espresse dai portatori di interessi circa la necessità di ulteriori interventi legislativi per sostenere la quotazione delle imprese, in particolare delle PMI. Nella sua relazione finale, pubblicata nel maggio 2021, il TESG ha formulato 12 raccomandazioni, incoraggiando tra l'altro gli Stati membri a mettere in atto misure volte a promuovere la copertura, da parte della ricerca in materia di investimenti, di tutte le piccole e medie imprese quotate.

Riunioni con i portatori di interessi

Nell'aprile 2022 i servizi della Commissione hanno inoltre organizzato due riunioni/laboratori tecnici con i portatori di interessi del settore per affinare ulteriormente le opzioni strategiche che la Commissione stava valutando. La riunione con le borse valori si è tenuta il 5 aprile 2022. La maggior parte delle borse valori si è espressa a favore dell'abrogazione della direttiva sulle quotazioni a condizione che alcuni elementi (flottante e capitalizzazione di borsa minima prevedibile) fossero integrati nel regime della MiFID II. Alcune si sono inoltre espresse a favore di una riduzione del flottante minimo al 10 %. Una borsa valori è del parere che il concetto di "ammissione alla quotazione ufficiale" sia importante e debba essere mantenuto e per tale motivo si è opposta all'abrogazione della direttiva. La riunione con emittenti e investitori si è svolta l'8 aprile 2022. Per quanto riguarda la direttiva sulle quotazioni, i portatori di interessi che hanno espresso il loro parere ritengono opportuno sopprimere le disposizioni sul flottante.

Incontri con esperti degli Stati membri

La Commissione ha inoltre presentato gli obiettivi della proposta al gruppo di esperti del comitato europeo dei valori mobiliari il 15 ottobre 2021, nonché il 17 e il 30 maggio 2022. Le delegazioni che hanno preso parte alla discussione hanno sostenuto l'obiettivo della

Commissione di migliorare l'attrattiva dei mercati pubblici dell'UE, assicurando nel contempo la tutela degli investitori e l'integrità del mercato.

Incontro con i coordinatori della commissione ECON presso il Parlamento europeo

I coordinatori dei deputati al Parlamento europeo che hanno partecipato alla discussione hanno accolto con favore la proposta presentata dalla Commissione sulla possibile via da seguire in merito alla normativa sulle quotazioni, riconoscendo le problematiche relative ai mercati pubblici dell'UE. Essi hanno sottolineato che la Commissione deve trovare un giusto equilibrio per garantire che tutte le imprese, in particolare le PMI, possano accedere ai mercati pubblici per ottenere finanziamenti, assicurando nel contempo un'adeguata tutela degli investitori.

• Valutazione d'impatto

La valutazione d'impatto è stata presentata al comitato per il controllo normativo il 10 giugno 2022 e da esso approvata l'8 luglio 2022, con riserve. Il comitato ha chiesto di modificare il progetto di valutazione d'impatto al fine di chiarire: i) l'articolazione e la coerenza dell'iniziativa in materia di normativa sulle quotazioni con altre iniziative collegate relative ai mercati dei capitali; ii) i rischi e i limiti dell'analisi; e iii) i diversi punti di vista espressi dalle diverse categorie di portatori di interessi in merito alla definizione del problema, alle opzioni e al relativo impatto. Le osservazioni del comitato sono state prese in considerazione nel redigere la versione finale della valutazione d'impatto.

La valutazione d'impatto si concentra sull'individuazione e sulla gestione di ostacoli normativi specifici in ciascuna fase del processo di quotazione. Esamina gli ostacoli durante la fase precedente all'IPO derivanti dal diritto societario, in particolare dal fatto che in alcuni Stati membri non è consentita la quotazione di azioni a voto plurimo. Si concentra poi sugli ostacoli durante la fase IPO derivanti dal regolamento sul prospetto, in particolare dagli elevati costi di redazione di un prospetto. Infine affronta gli ostacoli riscontrati in seguito alla fase IPO derivanti dal regolamento sugli abusi di mercato, in particolare i costi dovuti all'incertezza giuridica relativa all'obbligo degli emittenti di comunicare informazioni privilegiate al pubblico. Per ciascuna fase del processo di quotazione la valutazione d'impatto prevede due opzioni strategiche alternative, dopo aver analizzato le prove empiriche disponibili e tenuto conto del parere dei portatori di interessi.

La valutazione d'impatto analizza le opzioni in relazione a tre obiettivi, ossia se esse riescono a: i) ridurre i costi normativi e di conformità per le società che intendono quotarsi o per quelle già quotate, ii) assicurare un livello sufficiente di tutela degli investitori e integrità del mercato e iii) fornire agli emittenti maggiori incentivi alla quotazione. L'opzione prescelta (per ciascuna fase del processo di quotazione) dovrebbe quindi essere efficiente in termini di costi ed efficace nel far fronte all'ostacolo individuato, salvaguardando al tempo stesso un livello sufficientemente elevato di tutela degli investitori e di integrità del mercato. Nell'individuare e valutare le opzioni si è tenuto conto della proporzionalità delle misure per le imprese più piccole.

Sebbene non siano state in grado di gestire da sole tutte le sfide che i mercati pubblici dell'UE si trovano ad affrontare, le modifiche normative previste nelle opzioni cercano di contribuire a invertire l'attuale tendenza negativa dei mercati pubblici dell'UE insieme ad altre misure valutate nell'ambito di un piano più ampio per migliorare l'accesso delle imprese ai mercati dei capitali pubblici. In assenza di tali miglioramenti normativi, i mercati pubblici dell'UE continuerebbero a fare affidamento sul quadro normativo subottimale per la quotazione, che a sua volta ridurrebbe l'attrattiva dei mercati pubblici determinando un costo economico per gli

emittenti, gli investitori e l'economia dell'UE nel suo complesso. Lo scenario di base pertanto non prevede alcuna modifica del quadro normativo che disciplina le norme per la quotazione e per le società già quotate.

Per quanto riguarda la direttiva sulle quotazioni, la valutazione d'impatto raccomanda l'abrogazione di quest'ultima e il trasferimento delle disposizioni pertinenti dalla direttiva sulle quotazioni alla MiFID II.

Per quanto riguarda la MiFID, la valutazione d'impatto raccomanda di esaminare le misure che potrebbero essere adottate per imprimere nuovo slancio al mercato della ricerca in materia di investimenti, come l'innalzamento della soglia di capitalizzazione di mercato degli emittenti/delle società al di sotto della quale si applica l'esenzione, per includere la copertura di una più ampia gamma di PMI. Inoltre un'altra misura che contribuirebbe a incoraggiare una maggiore ricerca sponsorizzata dall'emittente consisterebbe nel creare un "codice di condotta" che disciplini tale ricerca.

Per quanto riguarda gli impatti sociali, economici e ambientali, il controllo di coerenza climatica e il principio "non arrecare un danno significativo", la presente proposta contribuirà all'agenda dell'Unione dei mercati dei capitali e ai suoi obiettivi di garantire lo sviluppo e l'ulteriore integrazione dei mercati dei capitali nell'UE. Si prevede che le misure normative proposte nella presente iniziativa avranno un impatto su tutte le imprese dell'UE ma in particolare sulle PMI, che sono più esposte all'onere normativo (eccessivo) rispetto alle imprese più grandi con un maggiore potenziale di assorbimento dei costi. La presente proposta favorirebbe inoltre lo sviluppo di mercati dei capitali più aperti e più competitivi, a vantaggio in particolare delle imprese in più rapida crescita in settori innovativi e ad alta intensità di ricerca, che tendono ad avere un fabbisogno di capitale più elevato.

L'iniziativa non dovrebbe avere un impatto sociale diretto. Potrebbe tuttavia verificarsi un impatto indiretto positivo sull'occupazione. Sebbene l'impatto sociale (indiretto) non possa essere quantificato, è probabile che sarà positivo. Le imprese dell'UE, a condizione che la proposta consegua l'obiettivo di agevolarne l'accesso ai mercati pubblici, potranno beneficiare di un insieme più diversificato e più ampio di fonti di finanziamento che consentirà loro di innovarsi, crescere e assumere un maggior numero di persone.

Non si prevede alcun impatto ambientale diretto né alcun danno significativo, diretto o indiretto, derivante dall'attuazione della presente direttiva. Numerose società quotate nei mercati pubblici potrebbero tuttavia intraprendere un processo di innovazione e sviluppo di nuove tecnologie rispettose dell'ambiente. Un migliore accesso ai finanziamenti consentirà a tali imprese di crescere a un ritmo più rapido e di destinare maggiori risorse finanziarie ai programmi di ricerca e sviluppo che possono contribuire al conseguimento degli obiettivi del Green Deal europeo.

La presente proposta è in linea con l'OSS 8²⁶ (lavoro dignitoso e crescita economica), in quanto contribuisce alla crescita delle PMI fornendo un accesso più agevole ai finanziamenti attraverso i mercati pubblici. Le imprese di recente quotazione sono un importante volano per

²⁶ Tra gli obiettivi di sviluppo sostenibile (OSS) delle Nazioni Unite, l'OSS 8 riguarda il lavoro dignitoso e la crescita economica. Si prevede che la normativa sulle quotazioni contribuirà alla crescita delle PMI agevolando l'accesso ai finanziamenti attraverso i mercati pubblici. Le imprese di recente quotazione sono un importante volano per gli investimenti e l'occupazione. Un accesso più agevole ai mercati pubblici incentiva gli imprenditori alla diversificazione in tempi di turbolenze economiche, portando a un'economia più resiliente.

gli investimenti e l'occupazione. Un accesso più agevole ai mercati pubblici incentiva gli imprenditori alla diversificazione in tempi di turbolenze economiche, portando a un'economia più resiliente. Contribuisce inoltre direttamente al traguardo 8.3 "Promuovere politiche orientate allo sviluppo che sostengano le attività produttive, la creazione di posti di lavoro dignitosi, l'imprenditoria, la creatività e l'innovazione e che incoraggino la formalizzazione e la crescita delle microimprese e delle piccole e medie imprese, anche attraverso l'accesso ai servizi finanziari" e al traguardo 8.10 "Rafforzare la capacità degli enti finanziari nazionali di incoraggiare e ampliare l'accesso ai servizi bancari, assicurativi e finanziari per tutti", nonché indirettamente al traguardo 8.2 "Conseguire livelli più elevati di produttività economica attraverso la diversificazione, il progresso tecnologico e l'innovazione".

La proposta è inoltre in linea con l'OSS 9 (industria, innovazione e infrastrutture), in quanto un accesso più agevole ai mercati pubblici aumenterebbe l'accesso delle imprese (industriali) più piccole a nuove opportunità di finanziamento. Ciò fornirebbe loro fonti di finanziamento alternative e garantirebbe la loro capacità di crescere e innovarsi, anche nei settori di fondamentale importanza strategica per l'UE. La proposta contribuisce indirettamente al traguardo 9.3 "Incrementare l'accesso delle piccole imprese industriali e non ai servizi finanziari, compresi i prestiti a prezzi convenienti, e la loro integrazione nelle catene del valore e nei mercati".

Nel complesso la proposta non dovrebbe avere ripercussioni sulla digitalizzazione.

- **Adeguatezza normativa e semplificazione**

Il pacchetto complessivo della normativa sulle quotazioni dovrebbe consentire di ridurre i costi amministrativi annuali di circa 167 milioni di EUR per gli emittenti, comprese le PMI. Ci si attende che le autorità nazionali competenti siano in grado di ridurre i costi poiché obblighi più semplici e più chiari consentiranno una conduzione più efficiente delle attività di vigilanza. Poiché la pertinenza e il valore aggiunto della direttiva sulle quotazioni sono diminuiti a seguito della recente legislazione adottata, il pacchetto relativo alla normativa sulle quotazioni propone anche di abrogare di tale direttiva. L'attuazione della proposta dovrebbe comportare soltanto costi di aggiustamento modesti per gli emittenti e le autorità nazionali competenti.

- **Diritti fondamentali**

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 sugli emittenti, la presente iniziativa contribuirebbe a migliorare il diritto alla libertà d'impresa.

4. INCIDENZA SUL BILANCIO

L'iniziativa non dovrebbe avere alcun impatto sul bilancio dell'UE.

5. ALTRI ELEMENTI

- **Piani attuativi e modalità di monitoraggio, valutazione e segnalazione**

È prevista una valutazione cinque anni dopo l'attuazione della misura secondo gli orientamenti della Commissione per legiferare meglio, finalizzata a verificare, in particolare, l'efficacia e l'efficienza della direttiva nel conseguimento degli obiettivi strategici e a decidere se siano necessarie nuove misure o modifiche.

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

Modifiche della direttiva 2014/65/UE

L'articolo 1 della proposta modifica la direttiva 2014/65/UE nei modi descritti in appresso.

- L'articolo 1, paragrafo 1, della proposta modifica l'articolo 4, paragrafo 1, punto 12), della direttiva 2014/65/UE, che definisce i "mercati di crescita per le PMI", al fine di includere nella definizione anche un segmento di un sistema multilaterale di negoziazione.

- L'articolo 1, paragrafo 2, lettera a), della proposta introduce un nuovo paragrafo 3 bis sulle qualità della ricerca in materia di investimenti. Esso stabilisce che i servizi di ricerca prestati da terzi devono essere corretti, chiari e non fuorvianti.

- L'articolo 1, paragrafo 2, lettera a), della proposta inserisce anche un nuovo paragrafo 3 ter sulle condizioni per qualificare la ricerca come "ricerca sponsorizzata dall'emittente". Tali condizioni comprendono l'obbligo per la ricerca di rispettare un codice di condotta, nonché le prescrizioni relative al contenuto, alla pubblicazione e al riesame di tale codice di condotta. L'articolo chiarisce inoltre che gli emittenti possono presentare la ricerca sponsorizzata dall'emittente all'organismo di raccolta nell'ambito della proposta relativa a un punto di accesso unico europeo. È aggiunto un chiarimento finale secondo cui qualsiasi materiale di ricerca pagato dall'emittente ma non prodotto conformemente a tale codice di condotta è qualificato come comunicazione di marketing.

- L'articolo 1, paragrafo 2, lettera a), della proposta introduce un nuovo paragrafo 3 quinquies. Per la ricerca qualificata come ricerca sponsorizzata dall'emittente, deve essere chiaramente indicato sulla prima pagina della stessa che è stata preparata in linea con un codice di condotta.

- L'articolo 1, paragrafo 2, lettera b), della proposta innalza a 10 miliardi di EUR la soglia di capitalizzazione di mercato delle imprese al di sotto della quale non si applicano le norme sulla disaggregazione.

- L'articolo 1, paragrafo 3, lettere da a) a c), chiarisce che un segmento di un sistema multilaterale di negoziazione può essere registrato come mercato di crescita per le PMI e stabilisce le condizioni e gli obblighi per la sua registrazione o l'annullamento della registrazione.

- L'articolo 1, paragrafo 4, della proposta introduce un nuovo articolo 51 bis per disciplinare le condizioni particolari relative all'ammissione di azioni alla negoziazione in un mercato regolamentato. Tali condizioni sono una capitalizzazione di mercato minima obbligatoria di 1 milione di EUR per le imprese che cercano di quotare le loro azioni in un mercato regolamentato, nonché un flottante minimo obbligatorio del 10 %. Inoltre alla Commissione è conferito il potere di adottare atti delegati per modificare tali soglie quando ostacolano la liquidità sui mercati pubblici in considerazione degli sviluppi finanziari.

Modifiche della direttiva 2001/34/CE

L'articolo 2 della proposta abroga la direttiva sulle quotazioni.

L'articolo 3 stabilisce l'obbligo di recepimento della presente direttiva e le relative tempistiche.

L'articolo 4 fissa la data di entrata in vigore della presente direttiva.

L'articolo 5 indica i destinatari della presente direttiva.

Proposta di

DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO

che modifica la direttiva 2014/65/UE per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione più attraenti per le imprese e per facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali, e che abroga la direttiva 2001/34/CE

(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 50, l'articolo 53, paragrafo 1, e l'articolo 114,

vista la proposta della Commissione europea,

previa trasmissione del progetto di atto legislativo ai parlamenti nazionali,

visto il parere del Comitato economico e sociale europeo²⁷,

deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria,

considerando quanto segue:

- (1) La direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio²⁸ è stata modificata dal regolamento (UE) 2019/2115 del Parlamento europeo e del Consiglio²⁹, che ha introdotto semplificazioni proporzionate per migliorare l'uso dei mercati di crescita per le PMI e ridurre gli obblighi normativi eccessivi per gli emittenti che chiedono l'ammissione di titoli sui mercati di crescita per le PMI, preservando nel contempo un adeguato livello di tutela per gli investitori e di integrità del mercato. Tuttavia, per semplificare il processo di quotazione e rendere il trattamento normativo delle imprese più flessibile e proporzionato alle loro dimensioni, sono necessarie ulteriori modifiche della direttiva 2014/65/UE.
- (2) La direttiva 2014/65/UE e la direttiva delegata (UE) 2017/593 della Commissione³⁰ stabiliscono le condizioni alle quali la prestazione di servizi di ricerca in materia di investimenti da parte di terzi alle imprese di investimento che prestano servizi di gestione del portafoglio o altri servizi di investimento o accessori non deve essere

²⁷ GU C del , pag. .

²⁸ 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).

²⁹ Regolamento (UE) 2019/2115 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 novembre 2019, che modifica la direttiva 2014/65/UE e i regolamenti (UE) n. 596/2014 e (UE) 2017/1129 per quanto riguarda la promozione dell'uso dei mercati di crescita per le PMI (GU L 320 dell'11.12.2019, pag. 1).

³⁰ Direttiva delegata (UE) 2017/593 della Commissione, del 7 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di governance dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari (GU L 87 del 31.3.2017, pag. 500).

considerata un incentivo. Al fine di promuovere una maggiore ricerca in materia di investimenti sulle imprese dell'Unione, in particolare le imprese a bassa e media capitalizzazione, e di conferire a tali imprese maggiore visibilità e maggiori prospettive di attrarre potenziali investitori, è necessario introdurre alcune modifiche a tale direttiva.

- (3) Le disposizioni relative ai servizi di ricerca di cui alla direttiva 2014/65/UE impongono alle imprese di investimento di separare i pagamenti che ricevono come commissioni di intermediazione dai compensi percepiti per la prestazione di servizi di ricerca in materia di investimenti ("norme sulla disaggregazione della ricerca") o di pagare la ricerca in materia di investimenti dalle proprie risorse e di valutare la qualità della ricerca da esse acquistata sulla base di solidi criteri di qualità e della capacità di tale ricerca di contribuire a migliori decisioni di investimento. Nel 2021 tali norme sono state modificate dalla direttiva (UE) 2021/338 del Parlamento europeo e del Consiglio³¹ per consentire pagamenti aggregati dei servizi di esecuzione e di ricerca per le imprese a bassa e media capitalizzazione la cui capitalizzazione di mercato sia inferiore a 1 miliardo di EUR. Il calo dei servizi di ricerca in materia di investimenti non è tuttavia rallentato.
- (4) Al fine di imprimere nuovo slancio al mercato dei servizi di ricerca in materia di investimenti e garantire una copertura sufficiente delle imprese, in particolare le imprese a bassa e media capitalizzazione, da parte dei servizi di ricerca, è necessario un ulteriore allentamento delle norme sulla disaggregazione della ricerca. Innalzando da 1 miliardo di EUR a 10 miliardi di EUR la soglia di capitalizzazione di mercato delle imprese al di sotto della quale non si applicano le norme sulla disaggregazione, un maggior numero di imprese a bassa e media capitalizzazione, e in particolare un maggior numero di imprese a media capitalizzazione, beneficerà di una più ampia copertura dei servizi di ricerca, il che conferirà a tali imprese maggiore visibilità presso i potenziali investitori aumentandone la capacità di raccogliere fondi sui mercati.
- (5) Inoltre, per sostenere ulteriormente la copertura delle imprese a bassa e media capitalizzazione da parte della ricerca in materia di investimenti, i materiali di ricerca pagati in tutto o in parte dagli emittenti dovrebbero essere qualificati come "ricerca sponsorizzata dall'emittente". Per garantire che presentino un livello adeguato di obiettività e indipendenza, tali materiali di ricerca dovrebbero essere prodotti in linea con un codice di condotta elaborato o approvato da un gestore del mercato registrato in uno Stato membro o da un'autorità competente. Al fine di favorire una maggiore visibilità della ricerca sponsorizzata dall'emittente, gli emittenti dovrebbero avere la possibilità di presentare tale ricerca al pertinente organismo di raccolta quale definito all'³² [articolo 2, punto 2), della proposta di regolamento³³ relativo a un punto di accesso unico europeo].
- (6) La direttiva 2014/65/UE ha introdotto la categoria "mercato di crescita per le PMI" per aumentare la visibilità e il profilo dei mercati specializzati nelle PMI e promuovere lo

³¹ Direttiva (UE) 2021/338 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 febbraio 2021, che modifica la direttiva 2014/65/UE per quanto riguarda gli obblighi di informazione, la governance del prodotto e i limiti di posizione, e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/878 per quanto riguarda la loro applicazione alle imprese di investimento, per sostenere la ripresa dalla crisi COVID-19 (GU L 68 del 26.2.2021, pag. 14).

³² Cfr. articolo 2, punto 2), della proposta di regolamento [2021.78.COD].

³³ Proposta di regolamento [2021/03.78.COD].

sviluppo di norme di regolamentazione comuni nell'Unione per i mercati specializzati nelle PMI. I mercati di crescita per le PMI svolgono una funzione fondamentale nel facilitare l'accesso al capitale per i piccoli emittenti, rispondendo alle loro esigenze. Per promuovere lo sviluppo di tali mercati specializzati e limitare gli oneri organizzativi per i gestori dei sistemi multilaterali di negoziazione, è necessario consentire al segmento di un sistema multilaterale di negoziazione di presentare domanda per diventare un mercato di crescita per le PMI a condizione che tale segmento sia chiaramente separato dal resto del sistema multilaterale di negoziazione.

- (7) La direttiva 2001/34/CE del Parlamento europeo e del Consiglio³⁴ stabilisce norme relative alla quotazione sui mercati dell'Unione. Tale direttiva mira a coordinare le norme riguardanti l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l'informazione da pubblicare su detti valori al fine di rendere equivalente la tutela degli investitori a livello dell'Unione. Essa stabilisce inoltre le norme del quadro di regolamentazione e di vigilanza per i mercati primari dell'Unione. Nel corso degli anni la direttiva 2001/34/CE ha subito varie e significative modifiche. La direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio³⁵ e la direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio³⁶ hanno sostituito la maggior parte delle disposizioni che armonizzano le condizioni per la fornitura di informazioni riguardanti le richieste di ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e le informazioni sui valori mobiliari ammessi alla negoziazione e hanno reso superflua gran parte della direttiva 2001/34/CE. La direttiva 2001/34/CE, in quanto direttiva di armonizzazione minima, conferisce agli Stati membri un margine di discrezionalità piuttosto ampio per discostarsi dalle norme stabilite al suo interno, il che ha portato a una frammentazione del mercato dell'Unione. Per promuovere l'armonizzazione del mercato a livello dell'Unione e creare un corpus di norme unico, è opportuno abrogare la direttiva 2001/34/CE.
- (8) La direttiva 2014/65/UE, come la direttiva 2001/34/CE, prevede la regolamentazione dei mercati degli strumenti finanziari e rafforza la protezione degli investitori nell'Unione. Essa stabilisce inoltre norme sull'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione. L'estensione dell'ambito di applicazione della direttiva 2014/65/UE a disposizioni specifiche della direttiva 2001/34/CE garantirà il mantenimento di tutte le disposizioni pertinenti della direttiva 2001/34/CE. Una serie di disposizioni della direttiva 2001/34/CE, tra cui le prescrizioni in materia di flottante e capitalizzazione di mercato ancora in vigore, sono applicate dalle autorità competenti e sono considerate norme importanti per i partecipanti al mercato per chiedere l'ammissione alla negoziazione di azioni nei mercati regolamentati dell'Unione. È pertanto necessario trasferire tali norme nella direttiva 2014/65/UE per stabilire, in una nuova disposizione di tale direttiva, condizioni minime specifiche per l'ammissione alla negoziazione di azioni nei mercati regolamentati. L'applicazione di tale nuova disposizione dovrebbe

³⁴ Direttiva 2001/34/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 maggio 2001, riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l'informazione da pubblicare su detti valori (GU L 184 del 6.7.2001, pag. 1).

³⁵ Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE (GU L 345 del 31.12.2003, pag. 64).

³⁶ Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 2004, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE (GU L 390 del 31.12.2004, pag. 38).

integrare le disposizioni generali sull'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione di cui alla direttiva 2014/65/UE.

- (9) Per consentire una maggiore flessibilità per gli emittenti e rendere più competitivi i mercati dei capitali dell'Unione, il flottante obbligatorio minimo dovrebbe essere ridotto al 10 %, ossia una soglia che garantisca un livello sufficiente di liquidità sul mercato. La prescrizione relativa al flottante obbligatorio di cui alla direttiva 2001/34/CE, secondo cui deve essere distribuito al pubblico un numero sufficiente di azioni in uno o più Stati membri, si riferisce al pubblico all'interno dell'Unione e dello Spazio economico europeo (UE/SEE). Tale restrizione geografica del flottante obbligatorio all'UE/al SEE non dovrebbe essere mantenuta, in quanto la direttiva 2014/65/UE non prevede una simile restrizione per gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione. L'obbligo per un'impresa di aver pubblicato o depositato i propri bilanci annuali per un determinato periodo di tempo non dovrebbe essere trasferito nella direttiva 2014/65/UE, in quanto il regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio³⁷ contiene già una disposizione in tal senso. La direttiva 2014/65/UE stabilisce già disposizioni per la designazione delle autorità competenti. Pertanto le disposizioni della direttiva 2001/34/CE relative alla designazione di una o più autorità competenti sono superflue. La prescrizione relativa alle obbligazioni per cui il prestito non può essere inferiore a 200 000 EUR è considerata obsoleta alla luce dell'attuale prassi di mercato.
- (10) Il concetto di ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale di cui alla direttiva 2001/34/CE è utilizzato meno frequentemente in considerazione degli sviluppi del mercato, in quanto la direttiva 2014/65/UE prevede già il concetto di "ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione in un mercato regolamentato". Alcuni Stati membri utilizzano spesso i due concetti di "ammissione alla quotazione ufficiale" e "ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato" in modo intercambiabile. Ciò vuol dire che, in alcuni Stati membri, non viene fatta alcuna distinzione tra i due concetti. Inoltre il duplice regime di ammissione alla negoziazione, da un lato, e di ammissione alla quotazione ufficiale, dall'altro, potrebbe comportare incertezza giuridica a livello dell'Unione, in particolare a causa del fatto che le prescrizioni di cui alla direttiva 2003/71/CE, alla direttiva 2004/109/CE e alla direttiva 2014/57/UE del Parlamento europeo e del Consiglio³⁸ non si applicano agli strumenti ammessi alla quotazione ufficiale, ma si applicano invece agli strumenti ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.
- (11) Al fine di aumentare la visibilità delle società quotate, in particolare delle PMI, e di adeguare le condizioni di quotazione in modo da migliorare i requisiti per gli emittenti, per la modifica della direttiva 2014/65/UE è opportuno delegare alla Commissione il potere di adottare atti conformemente all'articolo 290 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea. È altresì opportuno adeguare la soglia di capitalizzazione di mercato per le imprese per le quali sarebbe possibile riaggregare le commissioni di ricerca e di esecuzione delle negoziazioni, al fine di includere le imprese a bassa e media capitalizzazione e fornire un quadro per lo sviluppo di una particolare forma di ricerca pagata dall'emittente. Per essere efficace e promuovere la concorrenza,

³⁷ 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).

³⁸ Direttiva 2014/57/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (direttiva abusi di mercato) (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 179).

l'adeguamento delle norme di quotazione nell'Unione dovrebbe inoltre rispecchiare la prassi di mercato. È di particolare importanza che durante i lavori preparatori la Commissione svolga adeguate consultazioni, anche a livello di esperti, e che tali consultazioni siano condotte nel rispetto dei principi stabiliti nell'accordo interistituzionale "Legiferare meglio" del 13 aprile 2016³⁹. In particolare, al fine di garantire la parità di partecipazione alla preparazione degli atti delegati, il Parlamento europeo e il Consiglio ricevono tutti i documenti contemporaneamente agli esperti degli Stati membri, e i loro esperti hanno sistematicamente accesso alle riunioni dei gruppi di esperti della Commissione incaricati della preparazione di tali atti delegati.

- (12) È pertanto opportuno modificare di conseguenza la direttiva 2014/65/UE.
- (13) Poiché gli obiettivi della presente direttiva, vale a dire agevolare l'accesso delle imprese a bassa e media capitalizzazione dell'Unione ai mercati dei capitali e aumentare la coerenza delle norme di quotazione dell'Unione, non possono essere conseguiti in misura sufficiente dagli Stati membri ma, a motivo dei miglioramenti e degli effetti perseguiti, possono essere conseguiti meglio a livello di Unione, quest'ultima può intervenire in base al principio di sussidiarietà sancito dall'articolo 5 del trattato sull'Unione europea. La presente direttiva si limita a quanto è necessario per conseguire tali obiettivi in ottemperanza al principio di proporzionalità enunciato nello stesso articolo,

HANNO ADOTTATO LA PRESENTE DIRETTIVA:

Articolo 1

Modifiche della direttiva 2014/65/UE

La direttiva 2014/65/UE è così modificata:

- (1) all'articolo 4, paragrafo 1, il punto 12) è sostituito dal seguente:
- "12) "mercato di crescita per le PMI": un sistema multilaterale di negoziazione, o un suo segmento, registrato come un mercato di crescita per le PMI in conformità dell'articolo 33;"
- (2) l'articolo 24 è così modificato:
- (a) sono inseriti i seguenti paragrafi da 3 bis a 3 quinquies:
- "3 bis. I servizi di ricerca prestati da terzi alle imprese di investimento che prestano servizi di gestione del portafoglio o altri servizi di investimento o accessori e la ricerca preparata e distribuita da tali imprese sono corretti, chiari e non fuorvianti. La ricerca è chiaramente identificabile come tale o in termini analoghi, purché siano soddisfatte tutte le condizioni ad essa applicabili.
- 3 ter. Se è pagata, in tutto o in parte, dall'emittente e divulgata al pubblico o alle imprese di investimento o ai clienti di imprese di investimento che prestano servizi di gestione del portafoglio o altri servizi di investimento o accessori, la ricerca è qualificata come "ricerca sponsorizzata dall'emittente", a condizione che sia prodotta nel rispetto di un codice di condotta elaborato o approvato da un gestore del mercato registrato in uno Stato membro o da un'autorità competente.

³⁹ GU L 123 del 12.5.2016, pag. 1.

Il codice di condotta stabilisce norme minime di indipendenza e obiettività che i prestatori di tale ricerca devono rispettare. Il gestore del mercato o l'autorità competente pubblica il codice di condotta sul suo sito web e lo riesamina e riconferma ogni due anni.

3 quater. Gli Stati membri assicurano che qualsiasi emittente possa presentare la ricerca da esso sponsorizzata di cui al paragrafo 3 ter del presente articolo al pertinente organismo di raccolta quale definito [all'articolo 2, punto 2), della proposta di regolamento relativo a un punto di accesso unico europeo⁴⁰].

3 quinquies. La ricerca qualificata come ricerca sponsorizzata dall'emittente indica sulla prima pagina, in modo chiaro ed evidente, che è stata preparata conformemente a un codice di condotta. È indicato anche il nome del gestore del mercato o dell'autorità competente che ha elaborato o approvato tale codice di condotta. Qualsiasi altro materiale di ricerca pagato in tutto o in parte dall'emittente ma non prodotto conformemente a un codice di condotta di cui al paragrafo 3 ter è qualificato come comunicazione di marketing.";

(b) al paragrafo 9 bis, la lettera c) è sostituita dalla seguente:

"c) i servizi di ricerca per i quali sono pagati gli oneri combinati o è effettuato il pagamento congiunto riguardano emittenti nel cui caso, per i 36 mesi precedenti la fornitura dei servizi di ricerca, la capitalizzazione di mercato non abbia superato 10 miliardi di EUR, quale espressa dalle quotazioni di fine anno per gli esercizi in cui tali emittenti sono o erano quotati, o dal capitale proprio per gli esercizi in cui tali emittenti non sono o non erano quotati.";

(3) l'articolo 33 è così modificato:

(a) i paragrafi 1 e 2 sono sostituiti dai seguenti:

"1. Gli Stati membri prescrivono che il gestore di un sistema multilaterale di negoziazione possa chiedere all'autorità competente del proprio Stato membro di origine di registrare il sistema multilaterale di negoziazione, o un suo segmento, come mercato di crescita per le PMI.

2. Gli Stati membri stabiliscono che l'autorità competente dello Stato membro di origine possa registrare il sistema multilaterale di negoziazione, o un suo segmento, come mercato di crescita per le PMI se essa riceve la richiesta di cui al paragrafo 1 e accerta che le condizioni di cui al paragrafo 3 sono soddisfatte per quanto riguarda il sistema multilaterale di negoziazione o che le condizioni di cui al paragrafo 3 bis sono soddisfatte per quanto riguarda un segmento del sistema multilaterale di negoziazione.";

(b) è inserito il seguente paragrafo 3 bis:

"3 bis. Gli Stati membri assicurano che il segmento pertinente del sistema multilaterale di negoziazione sia soggetto a regole, sistemi e procedure efficaci intesi a garantire che siano soddisfatte le condizioni di cui al paragrafo 3 e tutte le condizioni seguenti:

⁴⁰ Proposta di regolamento [2021/0378.COD].

- a) il segmento del sistema multilaterale di negoziazione registrato come "mercato di crescita per le PMI" è chiaramente separato dagli altri segmenti del mercato gestiti dal gestore del sistema multilaterale di negoziazione; ciò è indicato tra l'altro da un nome diverso, un corpus di norme diverso, una strategia di marketing diversa e una pubblicità diversa, nonché dall'assegnazione specifica di un codice di identificazione del mercato al segmento del mercato di crescita per le PMI;
 - b) le operazioni effettuate sullo specifico segmento del mercato di crescita per le PMI sono chiaramente distinte da altre attività di mercato all'interno degli altri segmenti del sistema multilaterale di negoziazione;
 - c) il sistema multilaterale di negoziazione, su richiesta dell'autorità competente del proprio Stato membro di origine, fornisce un elenco completo degli strumenti quotati sul segmento interessato registrato come mercato di crescita per le PMI, nonché tutte le informazioni che l'autorità competente potrebbe richiedere sul funzionamento di tale segmento.";
- (c) i paragrafi da 4 a 6 sono sostituiti dai seguenti:
- "4. I criteri di cui ai paragrafi 3 e 3 bis non pregiudicano il rispetto da parte dell'impresa di investimento o del gestore del mercato che gestisce il sistema multilaterale di negoziazione, o un suo segmento, degli altri obblighi di cui alla presente direttiva pertinenti per la gestione di tale sistema.
5. Gli Stati membri prescrivono che l'autorità competente dello Stato membro di origine possa annullare la registrazione di un sistema multilaterale di negoziazione, o di un suo segmento, come mercato di crescita per le PMI nei seguenti casi:
- a) l'impresa di investimento o il gestore del mercato che gestisce il sistema multilaterale di negoziazione, o un suo segmento, chiede l'annullamento della registrazione;
 - b) le condizioni di cui al paragrafo 3 o 3 bis non sono più rispettate in relazione al sistema multilaterale di negoziazione, o a un suo segmento.
6. Gli Stati membri prescrivono che, se l'autorità competente di uno Stato membro di origine registra un sistema multilaterale di negoziazione, o un suo segmento, come mercato di crescita per le PMI o annulla tale registrazione ai sensi del presente articolo, tale autorità notifica in merito l'ESMA non appena possibile. L'ESMA pubblica sul proprio sito web un elenco dei mercati di crescita per le PMI e mantiene aggiornato tale elenco.";
- (d) il paragrafo 8 è sostituito dal seguente:
- "8. Alla Commissione è conferito il potere di adottare, a integrazione della presente direttiva, atti delegati conformemente all'articolo 89 che specifichino ulteriormente le condizioni di cui ai paragrafi 3 e 3 bis. Tali condizioni tengono conto della necessità di mantenere livelli elevati di protezione degli investitori al fine di promuovere la loro fiducia in tali mercati, riducendo al tempo stesso al minimo gli oneri amministrativi per gli emittenti sul mercato. Essi tengono inoltre conto del fatto che le registrazioni non sono annullate né rifiutate solo a

causa del mancato rispetto temporaneo della condizione di cui al paragrafo 3, lettera a), del presente articolo.";

(4) è inserito l'articolo 51 bis seguente:

"Articolo 51 bis

Condizioni particolari relative all'ammissione di azioni alla negoziazione

1. Gli Stati membri prescrivono che la capitalizzazione di mercato prevedibile delle azioni oggetto della richiesta di ammissione alla negoziazione o, qualora questa non sia valutabile, il capitale e le riserve della società, compresi l'utile o la perdita, dell'ultimo esercizio, siano pari ad almeno 1 000 000 EUR o un importo equivalente in una valuta nazionale diversa dall'euro.

2. Il paragrafo 1 non si applica tuttavia all'ammissione alla negoziazione di azioni fungibili con azioni già ammesse alla negoziazione.

3. Se, a seguito di una variazione del controvalore in moneta nazionale dell'importo in euro, la capitalizzazione di mercato espressa in moneta nazionale resta per un periodo di un anno di almeno il 10 % al di sopra o al di sotto del valore di 1 000 000 EUR, lo Stato membro, entro 12 mesi a decorrere dalla scadenza di tale periodo, adatta le sue disposizioni legislative, regolamentari o amministrative al paragrafo 1.

4. Gli Stati membri prescrivono che i mercati regolamentati assicurino che in qualsiasi momento almeno il 10 % del capitale sottoscritto rappresentato dalla categoria di azioni oggetto della domanda di ammissione alla negoziazione sia detenuto dal pubblico.

5. Se la percentuale di azioni detenuta dal pubblico è inferiore al 10 % del capitale sottoscritto, gli Stati membri assicurano che i mercati regolamentati prescrivano che sia distribuito al pubblico un numero di azioni sufficiente per soddisfare il requisito di cui al paragrafo 4.

6. Qualora si chieda l'ammissione alla negoziazione di azioni fungibili con azioni già ammesse alla negoziazione, i mercati regolamentati valutano, per soddisfare il requisito di cui al paragrafo 4, se sia stato distribuito al pubblico un numero sufficiente di azioni rispetto alla totalità delle azioni emesse e non solo rispetto alle azioni fungibili con azioni già ammesse alla negoziazione.

7. Alla Commissione è conferito il potere di adottare atti delegati conformemente all'articolo 89 al fine di modificare la presente direttiva per quanto riguarda le soglie indicate nei paragrafi 1 e 3 o nei paragrafi 4 e 5 o in entrambe le coppie di paragrafi, qualora le soglie applicabili ostacolano la liquidità sui mercati pubblici in considerazione degli sviluppi finanziari.";

(5) l'articolo 89 è così modificato:

(a) i paragrafi 2 e 3 sono sostituiti dai seguenti:

"2. Il potere di adottare gli atti delegati di cui all'articolo 2, paragrafo 3, all'articolo 2, paragrafo 4, all'articolo 4, paragrafo 1, punto 2), secondo comma, all'articolo 4, paragrafo 2, all'articolo 13, paragrafo 1, all'articolo 16, paragrafo 12, all'articolo 23, paragrafo 4, all'articolo 24, paragrafo 13, all'articolo 25, paragrafo 8, all'articolo 27, paragrafo 9, all'articolo 28, paragrafo 3, all'articolo 30, paragrafo 5, all'articolo 31, paragrafo 4, all'articolo 32, paragrafo 4, all'articolo 33, paragrafo 8, all'articolo 51 bis,

paragrafo 7, all'articolo 52, paragrafo 4, all'articolo 54, paragrafo 4, all'articolo 58, paragrafo 6, all'articolo 64, paragrafo 7, all'articolo 65, paragrafo 7, e all'articolo 79, paragrafo 8, è conferito alla Commissione per un periodo indeterminato.

3. La delega di potere di cui all'articolo 2, paragrafo 3, all'articolo 2, paragrafo 4, all'articolo 4, paragrafo 1, punto 2), secondo comma, all'articolo 4, paragrafo 2, all'articolo 13, paragrafo 1, all'articolo 16, paragrafo 12, all'articolo 23, paragrafo 4, all'articolo 24, paragrafo 13, all'articolo 25, paragrafo 8, all'articolo 27, paragrafo 9, all'articolo 28, paragrafo 3, all'articolo 30, paragrafo 5, all'articolo 31, paragrafo 4, all'articolo 32, paragrafo 4, all'articolo 33, paragrafo 8, all'articolo 51 bis, paragrafo 7, all'articolo 52, paragrafo 4, all'articolo 54, paragrafo 4, all'articolo 58, paragrafo 6, all'articolo 64, paragrafo 7, all'articolo 65, paragrafo 7, e all'articolo 79, paragrafo 8, può essere revocata in qualsiasi momento dal Parlamento europeo o dal Consiglio. La decisione di revoca pone fine alla delega di potere ivi specificata. Gli effetti della decisione decorrono dal giorno successivo alla pubblicazione della decisione nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea* o da una data successiva ivi specificata. Essa non pregiudica la validità degli atti delegati già in vigore.";

(b) il paragrafo 5 è sostituito dal seguente:

"5. L'atto delegato adottato ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 3, dell'articolo 2, paragrafo 4, dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 2), secondo comma, dell'articolo 4, paragrafo 2, dell'articolo 13, paragrafo 1, dell'articolo 16, paragrafo 12, dell'articolo 23, paragrafo 4, dell'articolo 24, paragrafo 13, dell'articolo 25, paragrafo 8, dell'articolo 27, paragrafo 9, dell'articolo 28, paragrafo 3, dell'articolo 30, paragrafo 5, dell'articolo 31, paragrafo 4, dell'articolo 32, paragrafo 4, dell'articolo 33, paragrafo 8, dell'articolo 51 bis, paragrafo 7, dell'articolo 52, paragrafo 4, dell'articolo 54, paragrafo 4, dell'articolo 58, paragrafo 6, dell'articolo 64, paragrafo 7, dell'articolo 65, paragrafo 7, o dell'articolo 79, paragrafo 8, entra in vigore solo se né il Parlamento europeo né il Consiglio hanno sollevato obiezioni entro il termine di tre mesi dalla data in cui esso è stato loro notificato, o se, prima della scadenza di tale termine, sia il Parlamento europeo che il Consiglio hanno informato la Commissione che non intendono sollevare obiezioni. Tale termine è prorogato di tre mesi su iniziativa del Parlamento europeo o del Consiglio."

Articolo 2

Abrogazione della direttiva 2001/34/CE

La direttiva 2001/34/CE è abrogata a decorrere dal ... [OP: inserire la data = 24 mesi dalla data di entrata in vigore della presente direttiva].

Articolo 3

Recepimento

1. Gli Stati membri adottano e pubblicano, entro il ... [OP: inserire la data = 12 mesi dalla data di entrata in vigore della presente direttiva], le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per conformarsi alla presente direttiva. Essi comunicano immediatamente alla Commissione il testo di tali disposizioni.

Essi applicano tali disposizioni a decorrere dal ... [OP: inserire la data = 18 mesi dalla data di entrata in vigore della presente direttiva].

Le disposizioni adottate dagli Stati membri contengono un riferimento alla presente direttiva o sono corredate di tale riferimento all'atto della pubblicazione ufficiale. Le modalità del riferimento sono decise dagli Stati membri.

2. Gli Stati membri comunicano alla Commissione il testo delle disposizioni principali di diritto interno che adottano nel settore disciplinato dalla presente direttiva.

Articolo 4

Entrata in vigore

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

Articolo 5

Destinatari

Gli Stati membri sono destinatari della presente direttiva.

Fatto a Bruxelles, il

Per il Parlamento europeo
La presidente

Per il Consiglio
Il presidente