

APPROFONDIMENTI

# Le novità del Listing Act

Dicembre 2024

**Lukas Plattner**, Partner, ADVANT Nctm  
**Giacomo Abbadessa**, Managing Associate, ADVANT Nctm





**Lukas Plattner**, Partner, ADVANT Nctm

**Giacomo Abbadessa**, Managing Associate,  
ADVANT Nctm

### > **Lukas Plattner**

Lukas Plattner si occupa di Diritto del Mercato dei Capitali e di Fusioni & Acquisizioni. Ha maturato una profonda esperienza nell'ambito di operazioni di equity capital market sul mercato primario (IPO – Initial Public Offering) e secondario, nonché rispetto alle operazioni di raccolta di debito. Assiste numerose società quotate in materia di corporate governance e informativa societaria. Ha una pluriennale expertise nella gestione di operazioni straordinarie di private e public M&A (OPA, cessioni, conferimenti, fusioni, scissioni, strutturazione di piani di incentivazione).

Avvocati e Commercialisti

**ADVANT** Nctm

## ADVANT Nctm

### 1. Premessa

Lo scorso 8 ottobre 2024, il Consiglio Europeo ha approvato il c.d. "Listing Act", un pacchetto di misure legislative presentate dalla Commissione Europea il 7 dicembre 2022 e approvate dal Parlamento Europeo lo scorso 16 settembre 2024 ("**Listing Act**")<sup>(1)</sup>.

Il Listing Act introduce interventi normativi sistematici finalizzati a rendere i mercati dei capitali più attraenti per le imprese dell'UE, facilitando l'accesso al capitale da parte delle piccole e medie imprese ("**PMI**")<sup>(2)</sup>.

Il Listing Act<sup>(3)</sup> si compone:

(i) del Regolamento (UE) 2024/2809 ("**Regolamento Listing Act**") che modifica (a) il Regolamento (UE) 2017/1129 in materia di prospetto informativo ("**Regolamento Prospetto**")<sup>(4)</sup>; (b) il Regolamento (UE) 2014/596 in materia di abusi di mercato ("**MAR**")<sup>(5)</sup> e (c) e il Regolamento (UE) n. 600/2014;

(ii) della Direttiva (UE) 2024/2811 che modifica la Direttiva (UE) 2014/65 o *Markets in financial instruments directive* ("**MiFID II**") e che abroga la Direttiva (UE) 2001/34/CE; e

<sup>1</sup> I testi dei documenti approvati dal Consiglio Europeo e pubblicati nella Gazzetta Ufficiale UE sono reperibili al seguente link <https://eur-lex.europa.eu/oj/daily-view/L-series/default.html?&ojDate=14112024>.

<sup>2</sup> Ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 1, lettera f) del Regolamento Prospetto (come di seguito definito), per "PMI" si intendono: (i) società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 milioni di euro e fatturato netto annuale non superiore a 50 milioni di euro; oppure (ii) piccole e medie imprese quali definite all'articolo 4, paragrafo 1, punto 13, della MiFID II.

<sup>3</sup> Dalla entrata in vigore del Listing Act, gli Stati membri hanno (i) 18 mesi per trasporre la Direttiva (UE) 2024/2811 di modifica della MiFID II (cfr. art. 3) e (ii) 2 anni per trasporre la Direttiva sulle Azioni a Voto Plurimo (cfr. art. 8).

<sup>4</sup> Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE.

<sup>5</sup> Regolamento (UE) N. 596/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 relativo agli abusi di mercato.

> **vedi l'articolo online**

(iii) della Direttiva (UE) 2024/2810 in materia di azioni a voto plurimo ("**Direttiva sulle Azioni a Voto Plurimo**") per le società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un sistema multilaterale di negoziazione ("**MTF**")<sup>(6)</sup>.

Il Listing Act entra in vigore in data odierna, 4 dicembre 2024, ovvero 20 giorni dopo la sua pubblicazione in Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea (GU L del 14 novembre 2024), con l'eccezione di talune previsioni che entreranno in vigore tra il marzo 2025 e giugno 2026.

Sebbene le norme la cui entrata in vigore è stata differita riguardino alcuni tra gli interventi di maggior rilievo del Listing Act<sup>(7)</sup>, le previsioni di immediata applicazione già anticipano la rilevante portata della riforma.

## 2. Modifiche al Regolamento Prospetto

### 2.1 Esenzioni dall'obbligo di pubblicazione del prospetto

Il Regolamento Prospetto stabilisce i requisiti per la redazione, l'approvazione e la diffusione del prospetto da pubblicare in caso di offerta pubblica o ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato UE ("**MR**").

Le modifiche al Regolamento Prospetto introdotte dal Regolamento Listing Act semplificano gli obblighi informativi per le offerte pubbliche iniziali ("**IPO**") e per l'ammissione alla negoziazione su un MR, riducendo la lunghezza dei prospetti, nonché la complessità e i costi legati alla redazione e pubblicazione, oltre a razionalizzare il processo di revisione e approvazione del prospetto da parte delle Autorità competenti.

Nuove esenzioni in caso di (i) offerta pubblica o ammissione alla negoziazione di titoli fungibili con strumenti già ammessi alla negoziazione sullo stesso mercato da almeno 18 mesi, indipendentemente dalla

<sup>6</sup> Di cui all'articolo 4, paragrafo 1, punto 22, della MiFID II.

<sup>7</sup> E.g., revisione della nozione di informazione privilegiata e della procedura sul ritardo ai sensi della MAR, e nuovo Prospetto UE di *follow-on* e Prospetto di emissione UE della crescita (di cui, rispettivamente, agli articoli 14-*bis* e 15-*bis* del Regolamento Prospetto, come modificati dal Regolamento Listing Act).

loro dimensione; e (ii) offerta pubblica di titoli che rappresentano meno del 30% degli strumenti già ammessi alla negoziazione sullo stesso mercato

Il Regolamento Listing Act introduce nuove esenzioni dall'obbligo di pubblicare un prospetto di quotazione o offerta.

In primo luogo, le nuove esenzioni (indipendente da requisiti di dimensione) si applicano nei seguenti casi:

(i) l'offerta di titoli fungibili con titoli ammessi alla negoziazione in un MR o in un mercato di crescita per le PMI<sup>(8)</sup> ("**SGM**") continuativamente per almeno i 18 mesi precedenti l'offerta dei nuovi titoli<sup>(9)</sup>, con la conseguenza che gli emittenti ammessi su MR o su SGM (come Euronext Growth Milan) da più di 18 mesi potranno collocare *equity* o debito senza dover pubblicare un prospetto qualora l'offerta sia superiore a 8 milioni;

(ii) titoli fungibili con titoli ammessi alla negoziazione in un MR continuativamente per almeno gli ultimi 18 mesi precedenti l'ammissione alla negoziazione dei nuovi titoli<sup>(10)</sup>,

purché, in entrambi i casi, siano soddisfatte tutte le condizioni seguenti:

<sup>8</sup> Ai sensi dell'art. 33, paragrafo 3, della MiFID II, uno SGM è un mercato che se le seguenti condizioni sono soddisfatte: a) almeno il 50 % degli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione sul MTF sono PMI nel momento in cui il MTF è registrato come SGM e successivamente ogni anno civile; b) sono stabiliti criteri appropriati per l'ammissione iniziale e continuativa alla negoziazione di strumenti finanziari degli emittenti sul mercato; c) al momento dell'ammissione iniziale alla negoziazione di strumenti finanziari sul mercato sono state pubblicate informazioni sufficienti per permettere agli investitori di assumere decisioni di investimento informate; d) sul mercato esiste un'adeguata informativa finanziaria periodica di un emittente o per conto dello stesso; e) gli emittenti, le persone che esercitano responsabilità di direzione, nonché le persone legate strettamente ad esse rispettano i requisiti pertinenti loro applicabili nell'ambito della MAR; f) le informazioni sulla regolamentazione riguardanti gli emittenti sul mercato sono conservate e divulgate pubblicamente; g) esistono sistemi e controlli efficaci intesi a prevenire e individuare gli abusi di mercato su tale mercato secondo quanto prescritto dalla MAR. Si evidenzia che la definizione di cui sopra è stata anche essa modificata dal Listing Act, che l'ha estesa chiarendo che anche un singolo segmento di un MTF si può qualificare come SGM, salvo il rispetto di talune condizioni (cfr. Art. 4, paragrafo 2, punto 12, della MiFID II, come modificata dal Regolamento Listing Act).

<sup>9</sup> Cfr. art. 1, paragrafo 4, d-*ter* del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento Listing Act.

<sup>10</sup> Cfr. art. 1, paragrafo 5, b-*bis*, del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento Listing Act.

- (a) i titoli offerti al pubblico o destinati a essere ammessi alla negoziazione in un MR non sono emessi in occasione di un'acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, di una fusione o di una scissione;
- (b) l'emittente dei titoli non oggetto di una ristrutturazione o di procedura d'insolvenza;
- (c) sia messo a disposizione (con le modalità di cui *infra*) un documento informativo sintetico contenente le informazioni di cui al nuovo Allegato IX del Regolamento Prospetto non soggetto ad approvazione da parte di Consob presso la quale dovrà essere unicamente depositato.

In secondo luogo, viene introdotta un'ulteriore esenzione, questa dipendente dalla dimensione dell'offerta, nel caso di un'offerta di titoli destinati a essere ammessi alla negoziazione in un MR o su uno SGM e fungibili con titoli già ammessi alla negoziazione sullo stesso mercato, a condizione i titoli rappresentano, su un periodo di 12 mesi, meno del 30% del numero di titoli già ammessi alla negoziazione nello stesso mercato<sup>(11)</sup>.

Soglie di esenzione per il prospetto di quotazione innalzate dal 20% al 30% in caso di ammissione di titoli fungibili con titoli già ammessi alla negoziazione nello stesso mercato (art. 1, comma 5, Regolamento Prospetto)

Il Regolamento Listing Act innalza la soglia rilevante per l'applicabilità di talune esenzioni dall'obbligo di pubblicazione prospetto di quotazione, portandola dal 20% al 30%, su un periodo di 12 mesi.

In particolare, a seguito di queste modifiche, non sarà richiesto un prospetto per l'ammissione alla negoziazione di:

- (i) i titoli fungibili con titoli già ammessi alla negoziazione nello stesso MR, a condizione che essi rappresentino, su un periodo di 12 mesi, meno del 30% del numero di titoli già ammessi alla negoziazione nello stesso MR<sup>(12)</sup>;

<sup>11</sup> Cfr. art. 1, paragrafo 4, *d-bis*), del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento Listing Act.

<sup>12</sup> Cfr. art. 1, paragrafo 5, primo comma, lett. a) del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento Listing Act.

- (ii) azioni derivanti dalla conversione o dallo scambio di altri titoli o dall'esercizio di diritti conferiti da altri titoli, quando tali nuove azioni siano della stessa classe delle azioni già ammesse alla negoziazione nello stesso MR e rappresentino, su un periodo di 12 mesi, meno del 30% del numero delle azioni della stessa classe già ammesse alla negoziazione nello stesso MR<sup>(13)</sup>, fatto salvo quanto previsto dal nuovo art. 1, paragrafo 5, *b-bis*) del Regolamento Prospetto (su cui *infra*).

Restano da rispettare, con riferimento all'esenzione sopra descritta, le condizioni connesse alla mancata soggezione a una ristrutturazione o di procedure d'insolvenza e alla messa a disposizione (con le modalità di cui *infra*) di un documento informativo sintetico contenente le informazioni di cui al nuovo Allegato IX del Regolamento Prospetto.

Quanto al nuovo Allegato IX<sup>(14)</sup>, rilevante ai fini del paragrafo 4<sup>(15)</sup> e il paragrafo 5<sup>(16)</sup> dell'art. 1 del Regolamento Prospetto, Il Regolamento Listing Act ne ha specificato il formato.

L'Allegato XI dovrà essere di una lunghezza massima di 11 facciate di fogli A4 e redatto nella lingua ufficiale dello Stato membro di origine, o almeno in una delle sue lingue ufficiali, o in un'altra lingua accettata dall'autorità competente di tale Stato membro.

Ai fini delle esenzioni di cui sopra, il documento informativo di cui al nuovo Allegato IX dovrà essere depositato, in formato elettronico, presso l'Autorità dello Stato membro d'origine e contestualmente pubblicato in formato elettronico e con obbligo di consegna sempre in formato elettronico, su richiesta e a titolo gratuito, a qualsiasi potenziale investitore, così come previsto nel novellato art. 21,

<sup>13</sup> Cfr. art. 1, paragrafo 5, primo comma, lett. b) del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento Listing Act.

<sup>14</sup> Le informazioni da fornire comprendono, *inter alia*, il nome e la sede legale dell'emittente, il nome dell'Autorità competente dello Stato membro d'origine, le ragioni dell'emissione e l'utilizzo dei proventi, i fattori di rischio specifici dell'emittente, le caratteristiche dei titoli e i termini e le condizioni dell'offerta nel caso di un'offerta pubblica di titoli.

<sup>15</sup> Ai fini del documento di cui alla lett. *d-bis*), punto iii) e lett. *d-ter*), punto iii), del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento Listing Act.

<sup>16</sup> Ai fini del documento di cui alla lett. *b-bis*), punto iii) del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento Listing Act.



paragrafo 2 del Regolamento Prospetto.

Infine, il Regolamento Prospetto è stato modificato, mediante la sostituzione del paragrafo 6, art. 1, al fine di specificare che le esenzioni dall'obbligo di pubblicare il prospetto di cui ai paragrafi 4 e 5 del medesimo articolo possano essere applicate congiuntamente<sup>(17)</sup>.

Si precisa, infine, che il Regolamento Prospetto include ormai una nuova definizione di "ristrutturazione"<sup>(18)</sup> e "procedura d'insolvenza"<sup>(19)</sup>, rilevanti ai fini delle esenzioni di cui sopra.

## 2.2 Semplificazioni redazione del prospetto informativo

### Nuova definizione di "approvazione" ai fini della procedura di approvazione del prospetto informativo

Il Regolamento Listing Act è intervenuto modificando la definizione di approvazione, di cui alla lettera r) dell'articolo 2 del Regolamento Prospetto ai sensi del quale, nella nuova formulazione, per tale si intende "l'atto positivo al termine del controllo, da parte dell'autorità competente dello Stato membro di origine, della completezza, della coerenza e della comprensibilità delle informazioni fornite nel prospetto, **che non riguarda tuttavia l'accuratezza di tali informazioni**".

Tale formulazione sembra limitare la responsabilità delle Autorità di Vigilanza, restringendo l'attività di *due diligence* mediante l'espressa esclusione del giudizio di "accuratezza" delle informazioni contenute nel prospetto<sup>(20)</sup>. Il che pare escludere la sussistenza in capo alla Consob di una respon-

<sup>17</sup> Tuttavia, ai sensi del successivo nuovo comma del medesimo articolo, le esenzioni di cui al paragrafo 5, primo comma, lettere a) e b) di cui sopra, non sono applicate congiuntamente qualora la loro combinazione possa rischiare di portare all'ammissione immediata o differita alla negoziazione in un mercato regolamentato, su un periodo di 12 mesi, più del 30% del numero delle azioni della stessa classe già ammesse alla negoziazione nello stesso MR, senza che sia stato pubblicato un prospetto.

<sup>18</sup> Ai sensi della nuova definizione tale termine indica la "ristrutturazione quale definita all'articolo 2, paragrafo 1, punto 1), della Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio", si veda la nuova lettera d-bis) dell'art. 2 del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento Listing Act.

<sup>19</sup> Ai sensi della nuova definizione tale termine indica le "procedure d'insolvenza quali definite all'articolo 2, punto 4), del Regolamento (UE) 2015/848 del Parlamento europeo e del Consiglio", si veda la nuova lettera d-ter) dell'art. 2 del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento Listing Act.

<sup>20</sup> Cfr. Considerando (47) del Regolamento Listing Act.

sabilità per l'approvazione di un prospetto riportante informazioni non veritiere. In altri termini, il modesto inciso pare limitare la responsabilità dell'Autorità di Vigilanza alle ipotesi in cui sia stato omissso il controllo sulla completezza, coerenza e comprensibilità del prospetto con eliminazione di doveri di accertamento della correttezza materiale delle informazioni incluse nel prospetto informativo. Pertanto, sembra potersi confermare l'orientamento dell'Autorità di Vigilanza che la verifica sulla completezza del prospetto non debba comprendere anche l'accertamento dell'idoneità di ciascun elemento informativo a rappresentare in maniera compiuta il relativo fatto/dato<sup>(21)</sup> ma limitarsi a un controllo essenzialmente formale circa la sussistenza dell'elemento informativo richiesto dal Regolamento Prospetto.

La novità risiede nell'inserimento a livello 1 della disposizione, così da fugare ogni dubbio circa il fatto che la responsabilità delle Autorità di Vigilanza europee è limitata alla verifica della completezza, coerenza e comprensibilità del prospetto, il che segnala una convergenza col al regime applicabile alla *Security and Exchange Commission ("SEC")* negli Stati Uniti, la quale, pur richiedendo agli emittenti, in sede di *filing*, di fornire informazioni accurate e veritiere, non è chiamata a garantire l'accuratezza delle informazioni contenute nei documenti sottoposti alla sua approvazione. La SEC, infatti, è considerata non esercitare una funzione di "merit regulator", limitandosi a verificare che gli emittenti adempiano agli obblighi informativi ai sensi della normativa applicabile (*i.e.*, accertandosi che gli elementi informativi di cui è richiesta la *disclosure* siano rappresentati in maniera completa e con sufficiente dettaglio e chiarezza all'interno della documentazione fornita al mercato).

<sup>21</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/9025420 del 24 marzo 2009 e Comunicazione n. 7/2020 del 9 luglio 2020 in cui la Consob rileva: "Nella disciplina sul prospetto non possono considerarsi inclusi nel perimetro delle verifiche delle informazioni riportate nei prospetti ai fini dell'approvazione da parte dell'Autorità i seguenti controlli: - la verifica della rispondenza al vero dei fatti riportati nel prospetto; - la verifica della conformità delle informazioni finanziarie alla normativa di riferimento; - l'esame della rispondenza dei dati di bilancio contenuti nel prospetto alla contabilità sociale; - il riesame puntuale della corrispondenza ai dati contabili delle rielaborazioni effettuate ai fini dell'inserimento nel prospetto; - la verifica della conformità dell'operazione societaria alla normativa applicabile (...). L'approvazione del prospetto riguarda infatti le informazioni in esso contenute e non l'approvazione da parte dell'autorità dell'operazione d'offerta/ammissione alle negoziazioni; inoltre, l'applicazione dei criteri di completezza, coerenza e comprensibilità non può sostanzialmente in un'attività di due diligence compiuta dall'Autorità sui dati e sulle informazioni riportate nel prospetto dall'emittente".

#### Prospetti standardizzati e in formato elettronico

Al fine di migliorare la leggibilità del prospetto per gli investitori, ridurre i costi associati alla sua redazione e armonizzarne il contenuto, il Regolamento Listing Act stabilisce che le informazioni incluse nel prospetto devono essere presentate in una sequenza standardizzata<sup>(22)</sup>, che sarà definita tramite atti delegati della Commissione.

Ai sensi dell'art. 6, paragrafo 8, del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento Listing Act, l'European Security and Markets Authority ("ESMA") dovrà sottoporre alla Commissione una bozza di *standard* tecnici di implementazione per specificare il formato e la disposizione del prospetto, a seconda del tipo di prospetto e del tipo di investitori a cui è destinato, entro dicembre 2025, ossia entro 12 mesi dalla data di entrata in vigore del Regolamento Listing Act.

Infine, il Regolamento Listing Act prevede che il prospetto venga distribuito esclusivamente in formato elettronico, eliminando così la possibilità per gli investitori di richiedere una copia cartacea<sup>(23)</sup>, ferma la possibilità di riceverlo in formato elettronico senza costi.

#### Riduzione periodo di riferimento delle informazioni finanziarie

Il Regolamento Listing Act modifica anche l'Allegato I del Regolamento Prospetto, riducendo l'onere informativo per gli emittenti riguardo alle informazioni finanziarie storiche da includere nel prospetto. In particolare, ora è sufficiente includere nel prospetto (i) le informazioni finanziarie relative agli ultimi due esercizi finanziari (invece dei tre precedentemente richiesti) per titoli di capitale, e (ii) le informazioni finanziarie relative all'ultimo esercizio finanziario solo in relazione a titoli diversi dai titoli di capitale<sup>(24)</sup>, oppure un periodo più breve durante il quale l'emittente è in attività e altre informazioni di carattere finanziario.

<sup>22</sup> Cfr. art. 27, paragrafo 1, del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento Listing Act.

<sup>23</sup> Cfr. art. 21, paragrafo 11, del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento Listing Act.

<sup>24</sup> Allegato n. I, punto XI, del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento Listing Act.

#### Fattori di rischio

Per quanto concerne i fattori di rischio<sup>(25)</sup>, ferma la necessità che i fattori di rischio siano presentati in un numero limitato di categorie in funzione della loro natura, per alleggerire l'onere degli emittenti il legislatore ha sostituito il requisito di classificare i fattori di rischio più rilevanti (in quanto esercizio complicato e oneroso per gli emittenti) col requisito di elencare, in ciascuna categoria, i fattori di rischio più rilevanti in modo coerente con la valutazione effettuata dall'emittente.

Ancora, per rendere più comprensibile il prospetto e facilitare l'adozione di decisioni di investimento informate da parte degli investitori, il Regolamento Listing Act ribadisce che gli emittenti non dovrebbero sovraccaricare il prospetto con fattori di rischio generici.

A questo scopo, il Regolamento Listing Act stabilisce che il prospetto deve contenere fattori di rischio limitati ai rischi che sono specifici dell'emittente e dei titoli e che sono rilevanti per assumere una decisione d'investimento informata. Il prospetto non può contenere fattori di rischio generici o fattori di rischio che servano soltanto come esclusioni della responsabilità o che non offrano un quadro sufficientemente chiaro dei rischi specifici per gli investitori.

Nel redigere il prospetto, gli emittenti, gli offerenti o i soggetti che richiedono l'ammissione alla negoziazione in un MR valutano la rilevanza dei fattori di rischio sulla base della probabilità che si verifichino e dell'entità prevista del loro impatto negativo.

L'emittente, l'offerente o il soggetto che richiede l'ammissione alla negoziazione in un MR descrive adeguatamente ciascun fattore di rischio e spiega come incide sull'emittente o sui titoli oggetto dell'offerta o da ammettere alla negoziazione, potendo anche comunicare la valutazione della rilevanza dei fattori di rischio ricorrendo a una scala di tipo qualitativo (bassa, media, alta) a loro scelta.

I fattori di rischio dovranno essere presentati in un numero limitato di categorie, in funzione della loro natura. In ciascuna categoria, i fattori di rischio più rilevanti sono elencati in modo coerente con la valutazione di cui sopra.

<sup>25</sup> Cfr. art. 16, del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento Listing Act.

Maggiori informazioni da poter incorporare mediante riferimento

Il Regolamento Listing Act estende l'ambito di applicazione dell'art. 19 del Regolamento Prospetto<sup>(26)</sup> riguardo all'inclusione di informazioni nel prospetto tramite riferimento, consentendo agli emittenti di utilizzare questa tecnica per un numero maggiore di documenti e informazioni.

Più precisamente, un prospetto può ormai incorporare per riferimento (i) un documento di registrazione universale (o una sua sezione) approvato o depositato presso un'autorità competente, e (ii) il documento informativo contenente le informazioni di cui al nuovo Allegato IX del Regolamento Prospetto<sup>(27)</sup>.

Infine, il Regolamento Listing Act è intervenuto al fine di chiarire la possibilità per l'emittente, l'offerente o l'entità che richiede l'ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato di non pubblicare un supplemento<sup>(28)</sup> per le nuove informazioni finanziarie annuali o intermedie pubblicate, quando un prospetto di base è ancora valido ai sensi dell'art. 12, paragrafo 1, del Regolamento Prospetto (cioè per 12 mesi dalla sua approvazione). Gli emittenti sono, tuttavia, autorizzati a pubblicare volontariamente tali informazioni in un supplemento, salvo il rispetto delle condizioni di cui all'art. 19, paragrafo 1-bis, del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento Listing Act.

Se tali nuove informazioni sono pubblicate elettronicamente, possono essere incluse nel prospetto di base<sup>(29)</sup>.

La possibilità di includere informazioni mediante riferimento sarà ulteriormente facilitata in futuro, quando gli investitori potranno accedervi in modo più efficiente ed efficace nel punto di accesso unico europeo ("**ESAP**") istituito a norma del regolamento (UE) 2023/2859, che permetterà agli investitori di

<sup>26</sup> L'articolo 19 del Regolamento Prospetto offre agli emittenti la possibilità di includere nel prospetto determinate informazioni mediante riferimento. Tale possibilità è stata introdotta per ridurre l'onere per gli emittenti ed evitare la duplicazione delle informazioni già comunicate e pubblicate in conformità di altri atti normativi dell'Unione in materia di servizi finanziari.

<sup>27</sup> Cfr. art. 19, paragrafo 1, lett. a) e b), del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento Listing Act.

<sup>28</sup> Cfr. art. 23, paragrafo 1, del Regolamento Prospetto.

<sup>29</sup> Cfr. art. 19, paragrafo 1-ter, del Regolamento Prospetto, come introdotto dal Regolamento Listing Act.

trovare la maggior parte delle informazioni pertinenti in un unico luogo digitale, facilitando così ulteriormente l'accesso alle informazioni incluse nei prospetti mediante riferimento.

Relazione aggregata annuale dell'ESMA sul rispetto da parte delle Autorità competenti dei termini di approvazione del prospetto

Il Regolamento Listing Act impone all'ESMA di pubblicare una relazione annuale che riporti i dati relativi al mancato rispetto, da parte delle Autorità competenti, del termine di approvazione del prospetto ai sensi dell'articolo 20 del Regolamento Prospetto<sup>(30)</sup>, che dovranno darne comunicazione a ESMA con indicazione dei motivi del ritardo.

La norma intende, quindi, incentivare l'approvazione del prospetto da parte delle Autorità di vigilanza nel rispetto dei tempi stabiliti dal Regolamento Prospetto, prevedendo una forma di pubblicità della (eventuale) inefficienza delle Autorità competenti e/o del processo di approvazione.

Nuovi termini per la revoca dell'accettazione di una offerta pubblica di titoli, a seguito di supplemento

Il Regolamento Listing Act modifica, per aumentare il livello di tutela degli investitori, i termini utili per revocare l'accettazione in caso di una offerta pubblica di titoli all'esito della pubblicazione di un supplemento ai sensi dell'articolo 23 del Regolamento Prospetto.

Quando sia stato pubblicato un supplemento, il nuovo articolo 23, paragrafo 2, del Regolamento Prospetto, prevede un termine di tre giorni (e non più due) per revocare l'accettazione<sup>(31)</sup>.

<sup>30</sup> Cfr. art. 20, paragrafo 2, comma secondo del Regolamento Prospetto, come sostituito dal Regolamento Listing Act.

<sup>31</sup> Sempre che il fatto nuovo significativo, l'errore o l'imprecisione rilevante ai fini della pubblicazione del supplemento siano emersi o siano stati rilevati prima della chiusura del periodo di offerta o della consegna dei titoli, se precedente.

### 3. Modifiche alla MAR

#### Semplificazioni della disciplina in materia di acquisto azioni proprie

Ai sensi dell'articolo 5 della MAR, i divieti di abuso e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate (ex articolo 14 della MAR) e di manipolazione del mercato (ex articolo 15 della MAR) non si applicano ai programmi di riacquisto di azioni proprie e alle operazioni di stabilizzazione.

Per ridurre gli obblighi di comunicazione attualmente imposti agli emittenti in relazione ai programmi di riacquisto, il Regolamento Listing Act stabilisce che le informazioni relative alle operazioni di riacquisto siano divulgate:

(i) esclusivamente all'Autorità nazionale competente del mercato più rilevante in termini di liquidità (c.d. mercato prevalente) per le azioni proprie dell'emittente (e non più a tutte le Autorità competenti dei mercati in cui le azioni sono quotate);

(ii) al pubblico solo in forma aggregata (anziché per ogni singola operazione)<sup>(32)</sup>.

#### Chiarimenti sulla natura opzionale del regime dei sondaggi di mercato (c.d. market sounding), ampliamento del suo ambito di applicazione per includere divulgazioni preliminari di informazioni relative a operazioni non perfezionate, semplificazione della procedura di "cleansing"

Il Regolamento Listing Act introduce alcune modifiche alla disciplina sui sondaggi di mercato (c.d. market sounding) di cui all'art. 11 MAR<sup>(33)</sup>.

La norma su cui il legislatore europeo è intervenuta definiva "sondaggio di mercato" la "comunicazione di informazioni, anteriormente all'annuncio di un'operazione, al fine di valutare l'interesse dei potenziali

<sup>32</sup> Cfr. art. 5, paragrafo 1, lett. b), della MAR, come modificata dal Regolamento Listing Act.

<sup>33</sup> A riconoscimento della rilevanza disciplina dei sondaggi di mercato, si veda il Considerando (32) della MAR, che guarda al market sounding come a "uno strumento di grande importanza per valutare il parere dei potenziali investitori, rafforzare il dialogo con gli azionisti, assicurare che le negoziazioni si svolgano senza complicazioni e che le posizioni degli emittenti, degli azionisti esistenti e dei nuovi investitori potenziali siano compatibili [...] particolarmente utile quando i mercati non suscitano fiducia, sono privi di indici di riferimento (benchmarks) pertinenti o sono volatili".

investitori per una possibile operazione e le relative condizioni, come le dimensioni potenziali o il prezzo, a uno o più potenziali investitori".

Con la modifica del Regolamento Listing Act, la definizione di "sondaggio di mercato" viene estesa per includere la divulgazione di informazioni a terzi prima del potenziale annuncio di un'operazione<sup>(34)</sup> mediante l'aggiunta dell'aggettivo "eventuale" relativamente all'annuncio della operazione. Di conseguenza, l'ambito di applicazione del regime di market sounding è esteso per operazioni solo eventuali allargando così la possibilità per gli emittenti di contattare gli investitori in una fase di formazione dell'operazione. La modifica risponde anche a una esigenza di chiarezza che riconduce la disciplina in esame alla sua originale ratio: quella di valutare la potenzialità di una operazione (di per sé eventuale)<sup>(35)</sup>.

Ancora, il legislatore europeo ha affinato la disciplina in esame per definire due distinte categorie di requisiti.

Da un lato, una prima categoria di requisiti obbligatori a ogni sondaggio di mercato. Dall'altro, una seconda categoria di requisiti che trovano applicazione in via volontaria<sup>(36)</sup> e che consentono ai partecipanti al mercato di beneficiare di un'esenzione limitata del divieto di divulgazione di informazioni privilegiate (c.d. safe harbor).

In altre parole, qualora un emittente scelga di divulgare informazioni privilegiate a terzi durante un

<sup>34</sup> Cfr. art. 11, paragrafo 1, della MAR, come modificata dal Regolamento Listing Act, "Un sondaggio di mercato consiste nella comunicazione di informazioni, anteriormente all'eventuale annuncio di un'operazione, al fine di valutare l'interesse dei potenziali investitori per una possibile operazione e le relative condizioni, come le dimensioni potenziali o il prezzo, a uno o più potenziali investitori da parte [...]". La modifica è coerente con le indicazioni dell'ESMA, che aveva segnalato, nel MAR Review Report del 23 settembre 2020 (disponibile al seguente link chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-2391\_final\_report\_-\_mar\_review.pdf), che la "presenza o meno di un annuncio non impatta effettivamente sulla natura del sondaggio e pertanto non dovrebbe essere riflessa nella definizione" (cfr. § 307).

<sup>35</sup> Post modifica, la nuova definizione di sondaggio di mercato recita: "comunicazione di informazioni, anteriormente all'eventuale [enfasi aggiunta] annuncio di un'operazione, al fine di valutare l'interesse dei potenziali investitori per una possibile operazione e le relative condizioni, come le dimensioni potenziali o il prezzo, a uno o più potenziali investitori".

<sup>36</sup> Cfr. art. 11, paragrafo 4, della MAR, come modificata dal Regolamento Listing Act.



sondaggio di mercato rispettando i requisiti procedurali di applicazioni volontaria, tale divulgazione sarà considerata come durante “*il normale esercizio di un’occupazione, una professione o una funzione*”.

Tuttavia, se un emittente decide di divulgare informazioni privilegiate a terzi durante un sondaggio di mercato senza conformarsi alla relativa procedura prevista dal MAR, l'emittente può comunque dimostrare che la divulgazione è avvenuta durante “*il normale esercizio di un’occupazione, una professione o una funzione*”, risultando pertanto lecita.

Nel dettaglio, l'articolo 11, paragrafo 3 della MAR rimane invariato, richiedendo che, per ciascuna comunicazione trasmessa per l'intera durata del sondaggio stesso, il *disclosing market participant*: (i) in via preliminare, esamini se il sondaggio di mercato comporterà la comunicazione di informazioni privilegiate, registrando per iscritto la sua conclusione e i motivi della stessa; e (ii) fornisca tali registrazioni scritte su richiesta dell'Autorità competente. Questi sono i requisiti che si potrebbero definire “*obbligatorii*” per ogni sondaggio di mercato.

I requisiti di applicazione volontaria sono individuati dal nuovo articolo 11, paragrafo 4, della MAR, che dispone che, per usufruire del relativo *safe harbor*, il soggetto che promuove il sondaggio deve adempiere a una serie di obblighi, che ricalcano sostanzialmente quelli previsti dal previgente articolo 11, paragrafo 5, della MAR.

Permangono, quindi, gli oneri connessi all'applicazione del c.d. *safe harbor*, rispetto al quale un intervento maggiormente consistente sarebbe stato forse opportuno.

Ad ogni modo, la nuova previsione risponde alla posizione dell'ESMA, che aveva messo in dubbio, sulla base della precedente normativa, la possibilità di svolgere un sondaggio di mercato anche senza rispettare tutti gli oneri procedurali previsti dall'articolo 11 della MAR e dalla relativa normativa di attuazione<sup>(37)</sup>.

Infine, il Regolamento Listing Act interviene sulle regole relative al “*cleansing*” delle informazioni, ovvero l'obbligo di informare le parti interessate quando determinate informazioni cessano di qualificarsi

<sup>37</sup> Cfr. MAR Review Report, cit., § 255.

come informazioni privilegiate ai sensi della MAR. In particolare, qualora le informazioni divulgate nel corso di un *market sounding* cessino di essere considerate informazioni privilegiate secondo il *disclosing market participant*, quest'ultimo è tenuto a informare il destinatario il prima possibile. Il Regolamento Listing Act specifica che tale obbligo non si applica nei casi in cui le informazioni siano state rese pubbliche in altro modo<sup>(38)</sup> – mediante comunicato stampa del soggetto che ha promosso il sondaggio –, modificando il Regolamento Prospetto in questo senso<sup>(39)</sup>.

#### Contratti di liquidità meramente comunicati (e non approvati)

Altra esemplificazione è rappresentata dalla modifica dell'articolo 13, paragrafo 12, primo comma, lett. d) della MAR, che ora chiarisce che il gestore del mercato o l'impresa di investimento che gestisce uno SGM debba meramente confermare per iscritto all'emittente di aver ricevuto una copia del contratto di liquidità. La previgente disciplina prevedeva, in un passaggio la cui applicazione risultava poco chiara, che dovesse altresì “*accettarne i termini e le condizioni*”.

La modifica si giustifica considerando che il gestore di un mercato di crescita per le PMI non è parte del contratto di liquidità.

#### Orientamenti dell'ESMA e atti delegati della Commissione in materia di ritardo

Se per l'entrata in vigore del nuovo articolo 17 della MAR, che rivoluzionerà la gestione delle informazioni privilegiate da parte degli emittenti (con particolare riferimento ai c.d. processi prolungati), occorrerà aspettare fino a giugno 2016, il nuovo paragrafo 11 del medesimo articolo entra in vigore immediatamente.

La norma impone all'ESMA di fornire orientamenti volti a stabilire un elenco indicativo non esaustivo dei legittimi interessi degli emittenti, di cui al paragrafo 4, primo comma, lettera a) dell'articolo 17 della

<sup>38</sup> Cfr. art. 11, paragrafo 6, della MAR, come modificata dal Regolamento Listing Act.

<sup>39</sup> Fermo quanto sopra, rimane l'obbligo da parte di ciascuno dei partecipanti ad un sondaggio di valutare se siano o meno ancora in possesso di informazioni privilegiate, a prescindere dagli obblighi di comunicazione del *disclosing market participant* (cfr. articolo 11, paragrafo 7, della MAR “*le persone che ricevono il sondaggio di mercato valutano autonomamente se sono in possesso di informazioni privilegiate*”).

MAR, utili ai fini di soddisfare la prima condizione connessa all'attivazione della procedura di ritardo (i.e., "la comunicazione delle informazioni privilegiate comporta il rischio di compromettere la stabilità finanziaria dell'emittente e del sistema finanziario").

Alla Commissione è, altresì, conferito il potere di adottare un atto delegato per stabilire e riesaminare, ove necessario, un elenco non esaustivo degli elementi seguenti:

- (i) gli eventi finali o le circostanze finali nei processi prolungati e, per ciascun evento o circostanza, del momento in cui si ritiene che si sia verificato e in cui deve essere comunicato;
- (ii) le situazioni in cui le informazioni privilegiate di cui l'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni intende ritardare la comunicazione sono in contrasto con le ultime informazioni comunicate al pubblico o con qualunque altro tipo di comunicazione da parte dell'emittente o del partecipante al mercato delle quote di emissioni in relazione alla stessa questione a cui si riferiscono le informazioni privilegiate, di cui al paragrafo 4, primo comma, lettera b). dell'articolo 17 della MAR.

(In attesa di) Nuove norme tecniche di implementazione dell'ESMA

Il Regolamento Listing Act non apporta modifiche sostanziali al quadro normativo in materia di registro *insider*. Tuttavia, impone all'ESMA di rivedere le regole tecniche di attuazione, entro il 5 settembre 2025, sul regime semplificato per il registro *insider*, che attualmente può essere utilizzato dagli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione su uno SGM.

Innalzamento della soglia rilevante per la notifica di operazioni c.d. di internal dealing da Euro 5 mila a 20 mila, su scelta discrezionale delle Autorità nazionali

Il Regolamento Listing Act introduce una serie di importanti modifiche alle regole applicabili ai c.d. *insider*, ovvero le persone che esercitano "funzioni di amministrazione, direzione o controllo" ("PDMR") e le "persone a loro strettamente associate"<sup>(40)</sup>.

<sup>40</sup> Come noto, l'articolo 19 della MAR impone obblighi di comunicazione in materia di c.d. *internal dealing* a carico delle persone che in un emittente "esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione, nonché le

In primo luogo, è stata innalzata la soglia di materialità rilevanti per il sorgere dell'obbligo di notifica.

La disciplina sinora applicabile prevedeva che l'obbligo di notifica scattasse rispetto a ogni operazione una volta raggiunto un controvalore totale di Euro 5 mila, in un anno solare. Il Regolamento Listing Act ha elevato la soglia di rilevanza per l'obbligo di notifica all'emittente delle operazioni effettuate dalle PDMR e dalle persone a loro strettamente associate a Euro 20 mila<sup>(41)</sup>.

Sul punto, si evidenzia, tuttavia, che le autorità nazionali conservano una certa discrezionalità, con la possibilità di aumentare tale soglia a Euro 50 mila o ridurla a Euro 10 mila<sup>(42)</sup>. Si ricorda che, proprio in esercizio della previgente delega, l'articolo 152-*quinquies*.1 del Regolamento Consob n. 11971/1999 ("**Regolamento Emittenti**") già aveva innalzato la soglia a Euro 20 mila.

Sul punto, l'auspicio è che il Regolamento Emittenti venga modificato (in coerenza con quanto già fatto in precedenza) al fine di innalzare ulteriormente la soglia fino al tetto di Euro 50 mila, almeno per gli emittenti diversi dalle PMI, garantendo una proporzionalità nella definizione della soglia di rilevanza.

In secondo luogo, vengono introdotte nuove esenzioni al divieto di operazioni durante il c.d. *closed period*, disciplinato dal combinato disposto dell'articolo 19, paragrafi 11<sup>(43)</sup> e 12, della MAR.

La MAR vieta – esclusivamente<sup>(44)</sup> – alle PDMR di effettuare operazioni sugli strumenti finanziari dell'emittente nei 30 giorni di calendario che precedono la pubblicazione di un rapporto finanziario interme-

persone a loro strettamente legate" in merito alle operazioni condotte per loro conto "concernenti le azioni o gli strumenti di debito di tale emittente o strumenti derivati o altri strumenti finanziari a essi collegati".

<sup>41</sup> Cfr. art. 19, paragrafo 8 della MAR, come modificata dal Regolamento Listing Act.

<sup>42</sup> Cfr. art. 19, paragrafo 9 della MAR, come modificata dal Regolamento Listing Act.

<sup>43</sup> Cfr. art. 19, paragrafo 1 della MAR, ai sensi del quale i PDMR non possono compiere "operazioni per proprio conto oppure per conto di terzi, direttamente o indirettamente, relative alle azioni o agli strumenti di debito di tale emittente, o a strumenti derivati o ad altri strumenti finanziari a essi collegati, durante un periodo di chiusura di 30 giorni di calendario prima dell'annuncio di un rapporto finanziario intermedio o di un rapporto di fine anno che il relativo emittente è tenuto a rendere pubblici secondo: a) le regole della sede di negoziazione nella quale le azioni dell'emittente sono ammesse alla negoziazione; o b) il diritto nazionale".

<sup>44</sup> Le persone strettamente legate alle PDMR sono escluse dal divieto, pur essendo soggette agli obblighi di comunicazione ai sensi del medesimo articolo 19 della MAR.

dio o di fine esercizio, che sia prevista obbligatoriamente in capo all'emittente ai sensi della normativa applicabile o delle regole della sede di negoziazione applicabile all'emittente. Erano, poi, previste talune eccezioni al divieto di cui sopra<sup>(45)</sup>, di cui all'articolo 19, paragrafo 12 della MAR.

Il paragrafo in commento è ormai sostituito con un nuovo testo, modificato al fine di specificare le tipologie di strumenti finanziari in relazione ai quali gli emittenti possono concedere esenzioni dal divieto di negoziazione durante i *closed period*, nelle circostanze e con riguardo alle tipologie di operazioni specificate nella norma. In particolare, un emittente può concedere tale esenzione:

- (i) in base a una valutazione, caso per caso, in presenza di condizioni eccezionali<sup>(46)</sup>; o
- (ii) in ragione delle caratteristiche della negoziazione nel caso delle operazioni condotte contestualmente o in relazione a un piano di partecipazione azionaria dei dipendenti o un programma di risparmio e a piani per i dipendenti relativi a strumenti finanziari diversi dalle azioni, una garanzia o diritti ad azioni e garanzie o diritti a strumenti finanziari diversi dalle azioni, o ancora operazioni in cui l'interesse del beneficiario sul titolo in questione non è soggetto a variazioni.

Come sottolineato nel Considerando (75), al fine di promuovere la coerenza delle norme, l'esenzione è stata estesa al fine di includere, tra i programmi esentati rivolti ai dipendenti, non solo quelli relativi a strumenti finanziari diversi dalle azioni, ma anche le garanzie o i diritti a strumenti diversi dalle azioni.

Ancora, il Regolamento Listing Act introduce, con il nuovo paragrafo 12-*bis* dell'articolo 19, nuove esenzioni, specificando che gli emittenti possono autorizzare i *c.d. insider* a operare durante il *closed period* in caso di operazioni o attività di negoziazione:

- (i) che non riguardano decisioni di investimento attive del soggetto rilevante;
- (ii) che derivano esclusivamente da fattori esterni o da azioni di terzi;

<sup>45</sup> Le esenzioni al divieto di negoziazione durante il *c.d. closed period* sono meglio precisate nella normativa di secondo livello (cfr. Regolamento delegato (UE) 2016/522 e Regolamento di esecuzione (UE) 2016/523).

<sup>46</sup> Quali gravi difficoltà finanziarie, che impongano la vendita immediata di azioni o di strumenti finanziari diversi dalle azioni.

- (iii) che sono operazioni o attività di negoziazione, compreso l'esercizio di diritti conferiti da strumenti derivati, basate su condizioni prestabilite<sup>(47)</sup>.

In tale maniera, sono escluse le operazioni o attività svolte dalle persone che esercitano funzioni di amministrazione, direzione o controllo durante il periodo di chiusura che potrebbero riguardare accordi irrevocabili conclusi al di fuori di un periodo di chiusura, che possono anche derivare da un mandato discrezionale di gestione delle attività svolte da un terzo indipendente nell'ambito di detto mandato oppure potrebbero anche essere la conseguenza di eventi societari debitamente autorizzati che non implicano un trattamento vantaggioso delle persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione<sup>(48)</sup>.

#### Sanzioni amministrative per violazioni della disciplina MAR più proporzionate per gli emittenti

Il Regolamento Listing Act modifica il regime sanzionatorio della MAR nel tentativo di rendere le sanzioni amministrative più proporzionate alla dimensione dell'emittente<sup>(49)</sup>, specie per le PMI<sup>(50)</sup>. L'iniziativa è lodevole e si inserisce nell'ampio sforzo prodotto per avvicinare le società al mercato dei capitali del rischio. Infatti, il rischio di violazione involontaria degli obblighi di comunicazione e le relative sanzioni amministrative sono un fattore importante di dissuasione delle imprese dal chiedere l'ammissione alla negoziazione<sup>(51)</sup>.

Per evitare un onere eccessivo per le imprese, in particolare le PMI l'importo delle sanzioni per le vio-

<sup>47</sup> Il Considerando (76) del Regolamento Listing Act individua, tra le operazioni esenti, a titolo esemplificativo: (i) operazioni o attività derivate da un mandato discrezionale di gestione delle attività svolte da un terzo indipendente nell'ambito di detto mandato; (ii) operazioni che sono la conseguenza di eventi societari debitamente autorizzati che non implicano un trattamento vantaggioso delle PDMR; (iii) operazioni conseguenza dell'accettazione di successioni e donazioni o dell'esercizio di opzioni, future o altri strumenti derivati concordati al di fuori del periodo di chiusura.

<sup>48</sup> Cfr. Considerando (76) del Regolamento Listing Act.

<sup>49</sup> Cfr. art. 30, paragrafo 2 della MAR, come modificata dal Regolamento Listing Act.

<sup>50</sup> Ai fini dell'articolo in esame, per "*piccola e media impresa*" o "PMI" si intende una microimpresa, una piccola impresa o una media impresa ai sensi dell'articolo 2 dell'allegato della raccomandazione 2003/361/CE della Commissione.

<sup>51</sup> Cfr. Considerando (80) del Regolamento Listing Act.



lazioni commesse da persone giuridiche in relazione agli obblighi di comunicazione è stato modificato in via proporzionale alle dimensioni dell'impresa. L'articolo 30, paragrafo 2, lettera j), punti iii) e iv), stabilisce ora un minimo per l'importo massimo delle sanzioni che possono essere irrogate da un'autorità nazionale competente in caso di violazione del regime di informativa. In tali casi è inoltre opportuno consentire a ciascuno Stato membro nel rispettivo diritto nazionale di applicare un minore livello massimo delle sanzioni applicabile alle PMI, espresso in importi assoluti, al fine di garantire il trattamento proporzionato di queste ultime.

In particolare, è introdotto un tetto massimo delle sanzioni che possono essere comminate alle persone giuridiche per violazioni degli articoli da 14 a 20 della MAR<sup>(52)</sup>, *inter alia*, per le violazioni agli obblighi di comunicazione delle informazioni privilegiate nonché per le violazioni degli obblighi in materia di registro *insider* e della disciplina di *internal dealing*.

Questo tetto massimo è calcolato come una percentuale del fatturato annuale totale dell'emittente, basandosi sull'ultimo bilancio disponibile. Tuttavia, qualora la sanzione risultante fosse sproporzionatamente bassa, le Autorità nazionali hanno la facoltà di stabilire un importo minimo.

A livello domestico, secondo la disciplina attualmente in vigore in materia di sanzioni amministrative, ai sensi dell'art. 187-bis del D. Lgs 58/1998 ("**TUF**"), è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da Euro 20.000 a Euro 5 milioni chiunque violi il divieto di abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate di cui all'articolo 14 della MAR<sup>(53)</sup>.

Le violazioni dell'obbligo di comunicazione (ex Articolo 17 della MAR) da parte delle persone giuridiche

<sup>52</sup> Cfr. art. 14 (*Divieto di abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate*), art. 15 (*Divieto di manipolazione del mercato*), art. 16 (*Prevenzione e individuazione di abusi di mercato*), art. 17 (*Comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate*), art. 18 (*Elenchi delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate*), art. 19 (*Operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo, o di direzione*), art. 20 (*Raccomandazioni di investimenti e statistiche*), della MAR.

<sup>53</sup> Le sanzioni amministrative pecuniarie sono aumentate fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il profitto conseguito ovvero le perdite evitate per effetto dell'illecito quando, tenuto conto dei criteri elencati all'articolo 194-bis e della entità del prodotto o del profitto dell'illecito, esse appaiono inadeguate anche se applicate nel massimo (cfr. art. 187-bis, comma 5, del TUF).

sono punite dall'art. 187-ter.1, comma 1, del TUF con una sanzione da Euro 5.000 a Euro 2.500.000, indipendentemente dalla dimensione del fatturato dell'emittente e senza prevedere una soglia edittale inferiore per le PMI. Il TUF prosegue stabilendo che la sanzione possa essere commisurata al fatturato (in particolare, in misura del 2% del fatturato annuo) quando tale importo sia superiore a Euro 2.500.000<sup>(54)</sup>.

Se le violazioni indicate sopra sono commesse da una persona fisica, ai sensi del secondo comma dell'art. 187-ter.1 del TUF, si applica nei confronti di quest'ultima una sanzione amministrativa pecuniaria da Euro 5.000 fino a Euro 1 milione.

Per la violazione degli obblighi in tema di registro *insider* (ex art. 17 della MAR) e di *internal dealing* (ex art. 18 della MAR), l'art. 187-ter.1, comma 4, del TUF prevede una sanzione monetaria da Euro 5.000 a Euro 1.000.000 da parte delle persone giuridiche, sempre senza previsione di soglie di fatturato né di un trattamento favorevole per le PMI.

Se le violazioni indicate sopra sono commesse da una persona fisica, ai sensi del quinto comma dell'art. 187-ter.1 del TUF, si applica nei confronti di quest'ultima una sanzione amministrativa pecuniaria da Euro 5.000 fino a Euro 500.000.

Se il vantaggio ottenuto dall'autore della violazione come conseguenza della violazione stessa è superiore ai limiti massimi indicati nell'art. 187-ter.1 del TUF, la sanzione amministrativa pecuniaria è elevata fino al triplo dell'ammontare del vantaggio ottenuto, purché tale ammontare sia determinabile.

Sul punto, è fortemente auspicabile che il legislatore domestico persegua nelle intenzioni del legislatore europeo, intervenendo celermente (anticipando il termine ultimo del 5 giugno 2026) sul regime italiano, al fine di commisurare le sanzioni al fatturato degli emittenti, introducendo, sulla scorta di quanto suggerito da tempo dagli operatori di mercato, un regime di minor rigore per le PMI.

La novella normativa si renderebbe opportuna anche alla luce del nuovo paragrafo 1, dell'articolo 31 della MAR, che è stato sostituito al fine di specificare che gli Stati membri devono garantire che, nello

<sup>54</sup> Se il fatturato sia determinabile ai sensi dell'articolo 195, comma 1-bis, del TUF.

stabilire il tipo e il livello di sanzioni amministrative, le Autorità competenti tengano conto di tutte le circostanze pertinenti, al fine di applicare sanzioni proporzionate. Nel novero delle circostanze rilevanti ai fini di quanto precede emerge un nuovo elemento, per valutare la proporzionalità ovvero "l'onere per l'autore della violazione derivante dalla duplicazione dei procedimenti e delle sanzioni di natura penale e amministrativa per la stessa condotta" <sup>(55)</sup>.

#### 4. Direttiva sulle Azioni a Voto Plurimo

Armonizzazione minima della disciplina in materia di azioni a voto plurimo per le società ammesse alla negoziazione su un MTF, anche in fase pre-IPO (con facoltà per gli Stati membri di subordinarne l'efficacia alla IPO)

Il legislatore europeo ha preso atto delle differenze sostanziali, tra gli Stati membri, che interessano le disposizioni domestiche in materia di azioni a voto plurimo <sup>(56)</sup>. Tale frammentazione crea ostacoli alla libera circolazione dei capitali nel mercato interno e condizioni di disparità per le società nei diversi Stati membri.

Nel recente passato, questa disparità ha portato a opportunità di arbitraggio normativo, spesso tradotte nel trasferimento della sede sociale degli emittenti in alcuni Stati membri con regimi che offrono maggiore flessibilità rispetto al principio "one share one vote" <sup>(57)</sup>.

<sup>55</sup> La nuova previsione recepisce i principi giurisprudenziali della Corte Europea dei diritti dell'uomo in materia di c.d. doppio binario sanzionatorio, principio affermato a partire dalla sentenza Grande Stevens (cfr. Corte Europea dei diritti dell'uomo, 4 marzo 2014 Grande Stevens e altri contro Italia, Ric. 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10 e 18698/10).

<sup>56</sup> Cfr. Considerando (7) del Regolamento Listing Act, "[...] alcuni Stati membri consentono strutture con azioni a voto plurimo, mentre altri le vietano. In alcuni Stati membri tale divieto è limitato alle società pubbliche, mentre in altri si applica a tutte le società".

<sup>57</sup> Alcuni Stati membri, come la Svezia o la Danimarca, consentono le azioni a voto plurimo quasi fin dalla nascita dei loro mercati dei capitali. In Svezia le società quotate che presentano tali strutture azioni sono sempre rimaste al di sopra del 40% e in Finlandia e Danimarca rappresentano la maggioranza delle società quotate in borsa in termini di capitalizzazione di mercato. Per contro, altri Stati membri hanno vietato le azioni a voto plurimo. In alcuni casi il divieto è limitato alle società pubbliche, ad esempio in Germania e in Belgio, mentre in altri si applica a tutte le società, ad esempio in Austria e Croazia (cfr. Relazione sulla Proposta di Direttiva sulle Azioni a Voto Plurimo, disponibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:52022PC0761>).

In questo contesto, la Direttiva sulle Azioni a Voto Plurimo aspira a stabilire un quadro europeo armonizzato per le azioni a voto plurimo delle società che intendono richiedere l'ammissione alla negoziazione su un MTF (tra cui l'Euronext Growth Milan), pur garantendo agli Stati membri una sufficiente flessibilità nella loro attuazione <sup>(58)</sup>.

Il legislatore è, quindi, intervenuto per fornire agli azionisti di riferimento uno strumento per far fronte al timore di perdere il controllo della società, che costituisce un importante deterrente dall'accedere al mercato dei capitali, considerato il fisiologico effetto diluitivo connesso alla operazione di IPO.

#### Ambito di applicazione

La Direttiva sulle Azioni a Voto Plurimo stabilisce, al fine di assicurare una armonizzazione minima, norme comuni sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in MTF, inclusi gli SGM, e che non hanno alcuna azione già ammessa alla negoziazione in un MTF o in un RM.

#### Definizione

La Direttiva sulle Azioni a Voto Plurimo definisce un'"azione a voto plurimo" come una "azione appartenente a una categoria distinta e separata di azioni nella quale le azioni conferiscono più voti per azione rispetto a un'altra categoria di azioni con diritti di voto su questioni che devono essere decise dall'assemblea generale degli azionisti" <sup>(59)</sup>.

#### Adozione delle azioni a voto plurimo nella fase pre-IPO

Gli Stati membri provvedono affinché una società le cui azioni non siano già ammesse alla negoziazione in un MR o in un MTF abbia il diritto di adottare una struttura con azioni a voto plurimo per l'ammissione alla negoziazione delle sue azioni in un MTF <sup>(60)</sup>.

<sup>58</sup> Ai sensi dell'art. 8 della Direttiva sulle Azioni a Voto Plurimo, gli Stati membri devono adottare le misure legislative necessarie per conformarsi alla direttiva entro dicembre 2026, ovvero entro due anni dalla sua entrata in vigore.

<sup>59</sup> Cfr. art. 2, n. 2), della Direttiva sulle Azioni a Voto Plurimo.

<sup>60</sup> Cfr. art. 3, paragrafo 2, della Direttiva sulle Azioni a Voto Plurimo.

La Direttiva sulle Azioni a Voto Plurimo specifica che il diritto di adottare una struttura con azioni a voto plurimo comprende il diritto di una società di adottare tale struttura prima di chiedere l'ammissione alla negoziazione in un MTF<sup>(61)</sup>.

Fermo quanto precede, gli Stati membri possono subordinare l'esercizio dei diritti di voto potenziati connessi alle azioni a voto plurimo all'ammissione delle azioni della società alla negoziazione in un MTF<sup>(62)</sup>.

L'adozione o la modifica di strutture con azioni a voto plurimo richiede una decisione presa con maggioranza qualificata in assemblea e il rispetto di misure di salvaguardia a tutela degli azionisti

Al fine di garantire un'adeguata protezione degli interessi degli azionisti che non detengono azioni a voto plurimo, la Direttiva sulle Azioni a Voto Plurimo introduce specifiche misure di salvaguardia per questi ultimi.

In particolare, gli Stati membri devono:

- (i) garantire che la decisione di modificare la struttura con azioni a voto plurimo in modo tale da interessare i diritti di voto delle azioni sia presa dall'assemblea almeno a maggioranza qualificata, assicurano che tale decisione sia soggetta a votazione distinta per ciascuna categoria di azioni i cui diritti siano interessati<sup>(63)</sup>;
- (ii) limitare l'impatto delle azioni a voto plurimo sul processo decisionale nell'assemblea, introducendo almeno uno degli elementi seguenti:
  - (a) un rapporto massimo tra il numero di voti connessi alle azioni a voto plurimo e il numero di voti connessi alle azioni con i diritti di voto inferiori; oppure
  - (b) l'obbligo che le decisioni dell'assemblea siano soggette a maggioranza qualificata dei voti

61 Cfr. art. 3, paragrafo 2, della Direttiva sulle Azioni a Voto Plurimo.

62 Cfr. art. 3, paragrafo 3, della Direttiva sulle Azioni a Voto Plurimo.

63 Cfr. art. 4, paragrafo 1, lett. a), della Direttiva sulle Azioni a Voto Plurimo.

espressi, escluse le decisioni relative alla nomina e revoca dei membri degli organi di amministrazione, direzione e vigilanza, nonché le decisioni operative sottoposte all'approvazione dell'assemblea, siano adottate:

- a. a maggioranza qualificata, sia dei voti espressi sia del capitale sociale rappresentato all'assemblea generale o del numero di azioni rappresentate all'assemblea generale; oppure
- b. a maggioranza qualificata dei voti espressi, e siano oggetto di una votazione distinta all'interno di ciascuna categoria di azioni i cui diritti sono interessati<sup>(64)</sup>.

Gli Stati membri possono prevedere ulteriori misure di salvaguardia per assicurare un'adeguata tutela degli interessi degli azionisti che non detengono azioni a voto plurimo (c.d. "sunset clauses"), di cui l'articolo 4, paragrafo 2, ne delinea le caratteristiche<sup>(65)</sup>.

#### Regime di trasparenza

Gli Stati membri devono provvedere affinché le società ammesse alla negoziazione o che intendano presentare domanda per l'ammissione alla negoziazione in uno SGM (o su diverso MTF) forniscano un set informativo relativamente alla struttura con azioni a voto plurimo adottata<sup>(66)</sup>.

In particolare, devono essere divulgati:

- (i) la struttura con l'indicazione delle varie categorie di azioni, comprese le azioni che non sono ammesse alla negoziazione, e, per ciascuna categoria di azioni:

64 Cfr. art. 4, paragrafo 1, lett. b), della Direttiva sulle Azioni a Voto Plurimo.

65 Cfr. art. 4, paragrafo 2, della Direttiva sulle Azioni a Voto Plurimo, il quale specifica che tali misure di salvaguardia possono comprendere in particolare disposizioni volte ad evitare che i diritti di voto potenziati connessi alle azioni a voto plurimo continuino ad esistere dopo: (i) il loro trasferimento a terzi o in caso di decesso, incapacità di agire o pensionamento del possessore originario di tali azioni a voto plurimo (clausola di decadenza basata sul trasferimento); (ii) un determinato periodo di tempo (clausola di decadenza basata sul tempo); (iii) il verificarsi di un evento specifico (clausola di decadenza basata sugli eventi).

66) Tali informazioni devono essere incluse nel prospetto informativo, nei documenti di ammissione o nei bilanci annuali.



- a. i diritti e gli obblighi connessi alle azioni in tale categoria,
  - b. la percentuale del capitale sociale totale o del numero complessivo di azioni che le azioni in tale categoria rappresentano; e
  - c. il numero totale di voti che le azioni in tale categoria rappresentano;
- (ii) eventuali restrizioni al trasferimento di azioni, compresi gli accordi tra azionisti noti alla società e che potrebbero comportare tali restrizioni;
- (iii) eventuali restrizioni ai diritti di voto delle azioni, compresi gli accordi tra azionisti noti alla società e che potrebbero comportare tali restrizioni;
- (iv) l'identità, se nota alla società, degli azionisti che detengono azioni a voto plurimo che rappresentano più del 5 % dei diritti di voto di tutte le azioni nella società, e delle persone fisiche o dei soggetti giuridici autorizzati a esercitare i diritti di voto per conto di tali azionisti, se del caso <sup>(67)</sup>.

#### Azioni a voto plurimo in Italia post DDL Capitali

Per quanto concerne il regime domestico, in Italia, le società possono già apportare alcune deroghe al principio "una azione un voto" ai sensi dell'art. 2351, comma 4, del Codice Civile, che consente la creazione di azioni con diritti di voto plurimo. Il che, tenendo anche a mente l'art. 2376 Codice Civile, fa ritenere che la disciplina domestica richiederà pochi o forse nessun adattamento quanto all'adozione della Direttiva sulle Azioni a Voto Plurimo, visto che già oggi sono previste le salvaguardie circa l'introduzione delle azioni a voto plurimo e le deliberazioni assembleari che possano arrecare un pregiudizio alle altre categorie di azioni. Quanto alle *c.d. sunset clause* è opinione di chi scrive che un intervento legislativo debba essere ponderato tenendo in conto le richieste del mercato e la necessità, d'altra parte, di evitare un eccessivo irrigidimento dell'autonomia privata.

Tuttavia, questa opzione è esclusa per le società quotate su un mercato regolamentato ai sensi dell'art. 127-sexies, comma 1, del TUF.

<sup>67</sup> Cfr. art. 5, paragrafo 1, 2 e 3, della Direttiva sulle Azioni a Voto Plurimo.

Si ricorda che, recentemente, il legislatore italiano è intervenuto la regolamentazione delle azioni a voto plurimo con il *c.d. DDL Capitali* <sup>(68)</sup>, introducendo modifiche significative in materia.

In particolare, rinviando ai precedenti contributi sul tema <sup>(69)</sup>, il DDL Capitali ha modificato:

- (i) l'art. 2351 del Codice Civile, consentendo alle società di prevedere nei loro statuti l'emissione di azioni con voto plurimo fino a un massimo di 10 voti per azione (rispetto ai 3 voti previsti in precedenza);
- (ii) l'art. 127-*quinquies* del TUF, relativo ai diritti di voto maggiorato, permettendo alle società di attribuire un voto maggiorato (fino a un massimo di due voti) per ogni azione detenuta dallo stesso azionista per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi, con la possibilità di concedere un voto aggiuntivo per ogni ulteriore periodo di dodici mesi consecutivi (fino a un massimo complessivo di dieci voti per azione).

<sup>68</sup> Cfr. Legge 5 marzo 2024, n. 21 recante disposizioni in materia di "Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti", pubblicata in G.U. n. 60 del 12 marzo 2024 ed entrata in vigore il 27 marzo 2024.

<sup>69</sup> Cfr. Si veda, per gli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione su un MTF, L. Plattner, DDL Capitali: le novità per gli emittenti MTF, in questa rivista e per le società quotate su un RM, L. Plattner, DDL Capitali: le novità per le società quotate in mercati regolamentati, sempre in questa rivista.



**DB** non solo  
diritto  
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

---