



**Capital Markets Union – CMU**  
**Pacchetto di proposte della**  
**Commissione europea**

Nota di Aggiornamento

Febbraio 2023

La Commissione europea ha presentato, il 7 dicembre 2022, un nuovo **pacchetto di proposte legislative nell'ambito delle attività tese a realizzare un'Unione dei Mercati dei Capitali** (Capital Markets Union – CMU).

Il pacchetto – che tiene conto sia degli obiettivi di semplificazione per la quotazione delineati nell'Action Plan 2020 della Commissione europea sulla CMU, sia dei report dell'High Level Forum sulla CMU, pubblicato a giugno 2020, e del Technical Expert Stakeholder Group (TESG) pubblicato a maggio 2021 – contiene proposte rivolte a:

- promuovere l'accesso al mercato dei capitali delle imprese di tutte le dimensioni, in particolare delle PMI, attraverso un **nuovo Listing Act** teso a facilitare la quotazione;
- rendere i **servizi europei di compensazione** (clearing) più competitivi e sicuri;
- armonizzare in tutta l'Unione europea alcuni aspetti delle **procedure di insolvenza** delle imprese con l'obiettivo di promuovere gli investimenti transfrontalieri.

Le diverse proposte legislative del pacchetto sono ora sottoposte a una pubblica consultazione, con scadenze comprese tra il 17 e il 29 marzo prossimi.

Confindustria sta analizzando il pacchetto al fine di rispondere alla consultazione. In via preliminare – e ferme specifiche valutazioni più articolate su aspetti di dettaglio e aree di miglioramento – si rileva che lo stesso contiene alcune proposte che appaiono in linea con quelle avanzate da Confindustria, anche congiuntamente a BusinessEurope e insieme alle altre associazioni di settore nell'ambito del Comitato degli operatori di mercato e degli investitori (COMI) costituito presso Consob.

In particolare, le proposte del Listing Act puntano ad alleggerire gli oneri legati all'accesso al mercato, soprattutto riguardo ai documenti da pubblicare e agli obblighi informativi continui delle società quotate e a ridurre l'incertezza interpretativa.

Per quanto riguarda i contenuti del pacchetto della Commissione europea, si segnala che il nuovo **Listing Act** si compone delle seguenti proposte legislative:

- una proposta di Regolamento – in pubblica consultazione fino al 27 marzo 2023 – finalizzata a introdurre alcune **semplificazioni ed esenzioni volte a favorire l'accesso delle imprese al mercato dei capitali**, sia nella fase di quotazione, sia nella fase di permanenza sul mercato attraverso modifiche:
  - al Regolamento UE n. 1129/2017 in materia di **prospetto**. In proposito, va segnalato che la proposta della Commissione punta ad alleggerire gli oneri legati alla documentazione necessaria ai fini dell'accesso ai mercati, in particolare introducendo limiti quantitativi alla dimensione dei prospetti, ampliando i casi di esenzione e prevedendo procedure più snelle ai fini dell'approvazione;
  - al Regolamento UE n. 596/2014 sugli **abusi di mercato (Market Abuse Regulation – MAR)**. La proposta mira a semplificare gli obblighi informativi continui delle società quotate durante la loro permanenza sul mercato; in particolare si segnala la modifica della nozione di “informazioni privilegiate”, che rende meno onerosa la comunicazione di tali informazioni rispetto a quanto previsto dalla normativa attualmente in vigore. È, inoltre, prevista l'istituzione di un meccanismo di sorveglianza finalizzato a individuare gli abusi di mercato in un contesto transfrontaliero (a tal fine viene proposta la modifica anche del Regolamento UE n. 600/2014 sui mercati degli strumenti finanziari – MiFIR);

- una proposta di Direttiva – in consultazione fino al 28 marzo 2023 – che introduce alcune modifiche alla MiFID II (Direttiva n. 65/2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari) finalizzate a **promuovere lo sviluppo dei mercati di crescita per le PMI** (SME Growth Market – SGM) e **facilitare l’offerta di servizi di ricerca e di intermediazione sugli emittenti di minori dimensioni**. Viene inoltre abrogata la Listing Directive (Direttiva n. 34/2001), ormai superata in quanto la maggior parte delle disposizioni in essa contenute sono state assorbite in altri testi normativi o sono ritenute non più attuali.  
Si segnala, in particolare, che la proposta di Direttiva prevede:
  - di incorporare nella MiFID II la definizione di flottante obbligatorio minimo (già prevista nella Listing Directive) e di ridurne la soglia al 10% (dall’attuale 25%), al fine di consentire una maggiore flessibilità agli emittenti che desiderano mantenere un’ampia quota nella società;
  - in tema di servizi di ricerca e di intermediazione, l’innalzamento a 10 miliardi di euro (da 1 miliardo di euro) della soglia di capitalizzazione delle società al di sotto della quale non si applicano le norme sulla disaggregazione della ricerca, al fine di consentire a un maggiore numero di imprese a bassa e media capitalizzazione di beneficiare di una più ampia copertura dei servizi di ricerca sui propri titoli, essenziale per aumentarne la visibilità ai fini della raccolta di capitali sui mercati;
- una proposta di Direttiva – in consultazione fino al 29 marzo 2023 – che introduce una normativa armonizzata a livello europeo per **l’emissione di azioni a voto plurimo** da parte di imprese che intendono quotarsi su un SGM. In particolare, è previsto che gli stati membri dell’Unione europea assicurino che le imprese che non hanno azioni quotate e che intendono quotarsi su un mercato di crescita per le PMI possano adottare strutture con azioni a voto plurimo, con la possibilità per le imprese di emettere azioni a voto plurimo anche prima che sia richiesta l’ammissione alla negoziazione su un SGM. Oltre alla struttura delle azioni, le regole comuni contemplano anche un regime di tutela per gli azionisti (vale a dire, le modalità di decisione per l’introduzione delle azioni a voto multiplo; il temperamento del peso di queste ultime; ulteriori garanzie come *transfer/time/event based sunset clauses* o requisiti per evitare blocchi decisionali in materia di sostenibilità) e sulla trasparenza (vale a dire, la pubblicazione di una serie di informazioni, relative alla struttura azionaria, nei prospetti della crescita o nel documento di ammissione alla negoziazione, nonché nelle relazioni annuali).

In tema di **servizi di clearing**, al fine di rendere gli stessi servizi, come sopra ricordato, più competitivi e sicuri, la Commissione europea propone una serie di proposte che hanno l’obiettivo di consentire alle controparti centrali (CCP) che forniscono servizi di compensazione di espandere i propri prodotti in modo più rapido e semplice, rafforzare il quadro di vigilanza europeo sulle CCP e ridurre le esposizioni eccessive dei partecipanti al mercato europeo nei confronti delle controparti centrali nei paesi terzi.

Il pacchetto è composto dalle seguenti proposte, in consultazione fino al 21 marzo 2023:

- una proposta di Regolamento che modifica il Regolamento UE n. 648/2012 sugli **strumenti derivati OTC**, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (cd. “EMIR”), il Regolamento UE n. 575/2013 sui requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento (cd. “CRR”) e il Regolamento UE n. 2017/1131 sui fondi comuni monetari (cd. “MMF”). La proposta contiene delle disposizioni di interesse per le imprese

industriali che operano in derivati; in particolare, tra le diverse misure, la proposta: autorizza le CCP a prestare servizi e attività di compensazione anche in strumenti non finanziari; introduce un trattamento prudenziale più favorevole per le esposizioni della controparte centrale nei confronti della banca in presenza di garanzie bancarie e pubbliche; contiene disposizioni che consentono alle controparti finanziarie e imprese non finanziarie di compensare presso una controparte centrale europea almeno una parte delle proprie operazioni in derivati di rilevanza sistemica; rafforza il quadro di vigilanza europeo sulle controparti centrali, ad esempio aumentando gli obblighi di trasparenza relativi alle cosiddette “margin calls” sui contratti derivati (comprese quelle legate ai prezzi dell’energia);

- una proposta di Direttiva che modifica la Direttiva n. 65/2009 (cd. “UCITS”) sul coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d’investimento collettivo in valori mobiliari, la Direttiva n. 36/2013 sui requisiti di capitale (cd. “CRD”) e la Direttiva n. 2019/2034 sulla vigilanza prudenziale sulle imprese di investimento. Tali modifiche riguardano il trattamento del rischio di concentrazione verso le controparti centrali e il rischio di controparte relativo a transazioni in derivati compensati centralmente.

In tema di **procedure di insolvenza**, il pacchetto prevede una proposta di Direttiva – in consultazione fino al 17 marzo 2023 – volta a ridurre le incertezze per gli investitori transfrontalieri riguardo agli esiti delle procedure di insolvenza, con l’effetto di ridurre i tempi e il valore di recupero del credito, nonché a ridurre i costi di informazione per i creditori coinvolti nelle procedure.

In particolare, la proposta – che completa il quadro giuridico europeo composto dalla Direttiva (UE) 2019/1023 sui quadri di ristrutturazione preventiva e dal Regolamento (UE) 2015/848 su competenza giurisdizionale e legge applicabile per i casi di insolvenza transfrontaliera – interviene, tra l’altro, sui seguenti aspetti:

- azioni revocatorie, con norme minime di armonizzazione dirette a far dichiarare l’inefficacia di atti giuridici perfezionati in pregiudizio della massa dei creditori e in un determinato lasso di tempo che precede l’apertura della procedura di insolvenza oppure nel periodo successivo;
- rintracciamento dei beni appartenenti alla massa fallimentare, con norme volte a disciplinare l’accesso: ai registri centralizzati dei conti bancari o ai sistemi elettronici di reperimento dei dati di cui alla normativa antiriciclaggio, da parte degli organi giurisdizionali; ai registri delle informazioni sulla titolarità effettiva e sulle attività (es. registri catastali; immobiliari), da parte degli amministratori delle procedure;
- procedura di pre-pack, ossia la procedura di liquidazione accelerata volta alla vendita (totale o parziale) dell’impresa, in regime di continuità aziendale, al miglior offerente;
- doveri degli amministratori, prevedendo per questi l’obbligo di richiedere, in presenza dei presupposti, l’apertura della procedura di insolvenza e la conseguente responsabilità civile in caso di inerzia;
- comitato dei creditori, con norme minime di armonizzazione volte a rafforzarne il ruolo e a disciplinare aspetti quali: costituzione e composizione; metodo di lavoro; funzione di tutela degli interessi dei creditori; diritto di ascoltare l’amministratore della procedura di insolvenza e di intervenire nell’ambito della procedura stessa; obbligo di vigilanza



sull'operato dell'amministratore e di fornire informazioni ai creditori; potere di richiedere informazioni e consulenze esterne; spese sostenute e remunerazioni.