

# Il *Listing Act*: novità in arrivo per i mercati finanziari dell'Unione Europea

21 novembre 2024

## ***Principali novità applicabili tra il 2024 e il 2026***

### **Regolamento Prospetto (2024 - 2026)**

- **Soglia di esenzione dal prospetto di offerta innalzata da 8 a 12 milioni di Euro e facoltà per gli Stati membri di adottare una soglia inferiore pari a 5 milioni di Euro**
- **Nuove esenzioni dall'obbligo di pubblicazione del prospetto e soglia di esenzione dal prospetto di quotazione innalzata dal 20% al 30% dei titoli già negoziati**
- **Prospetto in formato standardizzato, di massimo 300 pagine, distribuito soltanto in formato digitale e in lingua inglese**
- **Nuovo schema di prospetto semplificato (*follow-on*) per le emissioni secondarie di titoli**

### **Regolamento *Market Abuse* (2024 - 2026)**

- **Eliminazione dell'obbligo di *disclosure* delle tappe intermedie di un processo prolungato**
- **Innalzamento della soglia per le notifiche di *internal dealing* da 5.000 a 20.000 Euro**

### **MiFID II (entro metà 2026)**

- **Requisiti più stringenti per la predisposizione delle "ricerche sponsorizzate dall'emittente", in conformità con un nuovo codice di condotta UE**
- **Quotande: capitalizzazione minima pari a 1 milione di Euro e flottante minimo pari al 10%**

### **Direttiva Azioni a Voto Plurimo (entro fine 2026)**

- **Adozione del voto plurimo anche prima della richiesta di ammissione alla negoziazione, salva la facoltà per gli Stati membri di subordinarne l'efficacia all'IPO**
- **Nuove misure di salvaguardia (*sunset clauses*) a tutela degli interessi degli azionisti di minoranza**

Per qualsiasi domanda relativa ai temi trattati nel presente *memorandum*, potete contattare qualsiasi avvocato del nostro studio con cui siete abitualmente in contatto o gli autori di seguito indicati.

ROMA

**Giuseppe Scassellati Sforzolini**  
+39 06 6952 2220  
[gscassellati@cgsh.com](mailto:gscassellati@cgsh.com)

MILANO

**Pietro Fioruzzi**  
+39 02 7260 5817  
[pfioruzzi@cgsh.com](mailto:pfioruzzi@cgsh.com)

**Paolo Rainelli**  
+39 02 7260 8246  
[prainelli@cgsh.com](mailto:prainelli@cgsh.com)

**Nicole Puppini**  
+39 02 7260 8616  
[npuppini@cgsh.com](mailto:npuppini@cgsh.com)

**Rosa Parmose**  
+39 02 7260 8218  
[rparmose@cgsh.com](mailto:rparmose@cgsh.com)

**Carla Lo Presti**  
+39 02 7260 8676  
[clopresti@cgsh.com](mailto:clopresti@cgsh.com)



L'8 ottobre 2024, il Consiglio Europeo ha approvato in via definitiva i testi del c.d. "*Listing Act Package*" ("*Listing Act*")<sup>1</sup>. Questo pacchetto di proposte legislative, presentato dalla Commissione Europea il 7 dicembre 2022 e da ultimo approvato dal Parlamento Europeo lo scorso 16 settembre 2024, contiene misure volte a migliorare l'attrattività dei mercati dei capitali dell'Unione Europea e a facilitare l'accesso delle imprese europee, comprese le piccole e medie imprese (PMI)<sup>2</sup>, alle borse europee.

Il *Listing Act* entrerà in vigore decorsi 20 giorni dalla sua pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea ("*GUUE*") in data 14 novembre 2024, salvo diverse eccezioni — riguardanti novità che costituiscono il cuore della riforma — le quali troveranno applicazione tra il 2025 e il 2026. Per maggiori dettagli circa la data di entrata in vigore delle singole modifiche si veda la tabella [sub Allegato 1](#) al presente documento.

## I. Introduzione

L'iniziativa della Commissione UE si inserisce nell'ambito del piano d'azione promosso nel 2015 per la creazione di un mercato unico dei capitali a livello europeo (*Capital Market Union*), al quale le imprese (in particolare le PMI) possano accedere in modo rapido e agevole.

In tale contesto, il pacchetto avanzato dal *Listing Act* si propone i seguenti principali obiettivi:

- (a) ridurre gli oneri, burocratici ed economici, imposti agli emittenti, pur preservando un adeguato livello di tutela per gli investitori e garantendo l'integrità del mercato;
- (b) aumentare la flessibilità concessa dalla disciplina societaria agli azionisti di controllo delle società che intendono accedere al mercato dei capitali; e

- (c) semplificare e ottimizzare alcuni ulteriori aspetti della disciplina vigente in materia di mercato di capitali.

Sebbene uno degli scopi espliciti del *Listing Act* sia quello di facilitare l'accesso al capitale per le piccole e medie imprese, l'ambito di applicazione della riforma si estende a tutte le società quotate nonché alle società prossime alla quotazione.

## II. Aree di intervento

Il *Listing Act* si compone di:

- (i) un regolamento (Regolamento (UE) 2024/2809, di seguito il "Regolamento *Listing Act*") che modifica (a) il Regolamento (UE) 2017/1129 in materia di prospetto per l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato (il "Regolamento Prospetto"), (b) il Regolamento (UE) 2014/596 in materia di abusi di mercato (il "Regolamento *Market Abuse*" o "MAR") e (c) il Regolamento (UE) 2014/600 sui mercati degli strumenti finanziari (c.d. MiFIR);
- (ii) una direttiva (Direttiva (UE) 2024/2811, di seguito la "Direttiva di Modifica alla MiFID II") che modifica la Direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (la "MiFID II") e, contestualmente, abroga la Direttiva 2001/34/CE in tema di ammissione di valori mobiliari a quotazione (la "*Listing Directive*"); e
- (iii) una nuova direttiva (Direttiva (UE) 2024/2810) in materia di azioni a voto plurimo per le imprese che intendono chiedere l'ammissione alla negoziazione in sistemi multilaterali di negoziazione (di seguito, la "Direttiva Azioni a Voto Plurimo").

<sup>1</sup> I testi del *Listing Act* approvati dal Consiglio UE sono disponibili [qui](#) (Regolamento *Listing Act*), [qui](#) (Direttiva di Modifica alla MiFID II) e [qui](#) (Direttiva Azioni a Voto Plurimo).

<sup>2</sup> Ai sensi dell'art. 2, para grafo 1, lettera (f), del Regolamento Prospetto si definiscono "piccole e medie imprese" o "PMI" (i) "le 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 euro 43.000.000 e fatturato netto annuale non superiore a euro 50.000.000" oppure (ii) le imprese che, ai sensi dell'art. 4, para grafo 1, punto 13, della direttiva 2014/65/UE, hanno "una capitalizzazione di borsa media inferiore a euro 200.000 sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili".

Dalla data di entrata in vigore del *Listing Act*, gli Stati membri avranno a disposizione, (a) 18 mesi per recepire la Direttiva di Modifica alla MiFID II e (b) 2 anni per recepire la nuova Direttiva Azioni a Voto Plurimo.

### III. Le principali novità

#### A. Modifiche al Regolamento Prospetto

Il Regolamento Prospetto stabilisce i requisiti relativi alla redazione, all'approvazione e alla diffusione del prospetto da pubblicare in caso di offerta al pubblico o di ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato che ha sede o opera in uno Stato membro.

Le modifiche apportate al Regolamento Prospetto dal Regolamento *Listing Act* semplificano gli obblighi di comunicazione connessi all'offerta pubblica e all'ammissione alla negoziazione sui mercati regolamentati (IPO), mediante, da una parte, la riduzione della lunghezza, complessità e costi relativi alla pubblicazione dei prospetti, e dall'altra, l'armonizzazione e la semplificazione del processo di controllo e approvazione di tali prospetti da parte delle autorità.

Di seguito si riassumono le principali modifiche al Regolamento Prospetto.

- Esenzioni dall'obbligo di pubblicazione del prospetto di quotazione o di offerta
  - a. *Offerta al pubblico: introduzione di un sistema di esenzione a "doppia soglia"*

Al fine di uniformare la disciplina prevista nei diversi Stati membri, tenendo conto delle differenti dimensioni dei mercati nazionali, il Regolamento *Listing Act* sostituisce l'attuale regime<sup>3</sup> di esenzione con un meccanismo a doppia soglia, prevedendo:

- (a) una prima soglia generale di esenzione per le offerte il cui corrispettivo aggregato totale all'interno dell'Unione Europea sia inferiore a 12 milioni di Euro per ciascun offerente o emittente, calcolato su un periodo di 12 mesi; e
- (b) la facoltà per gli Stati membri di abbassare la soglia di cui alla lettera (a) a 5 milioni di Euro; a condizione che tali offerte non siano soggette a notifica ex art. 25 del Regolamento Prospetto (c.d. *passporting*)<sup>4</sup>.

Tale sistema di esenzione "a doppia soglia" entrerà in vigore decorsi 18 mesi dall'entrata in vigore del Regolamento *Listing Act*, ossia a giugno 2026.

***Soglia di esenzione dal prospetto di offerta innalzata da 8 a 12 milioni di Euro, salva la facoltà per gli Stati membri di abbassare tale soglia a 5 milioni di Euro***

- b. *Ammissione alla negoziazione: innalzamento della soglia per alcune ipotesi di esenzione già esistenti*

Il Regolamento *Listing Act* innalza dall'attuale 20% al 30% la soglia percentuale rilevante per l'operatività di alcune esenzioni per il prospetto di quotazione. In particolare, a seguito delle modifiche introdotte, l'obbligo di previa pubblicazione di un prospetto per l'ammissione alla negoziazione non si applica in caso di:

- (a) titoli fungibili con titoli già ammessi alla negoziazione sullo stesso mercato, purché tali titoli rappresentino, su un periodo di 12 mesi, meno del 30% del numero di titoli già ammessi alla negoziazione<sup>5</sup>; e
- (b) azioni rivenienti dalla conversione o dallo scambio di altri titoli (o dall'esercizio di diritti

<sup>3</sup> Ai sensi della disciplina vigente (cfr. art. 1, paragrafo 3 e art. 3, paragrafi 1 e 2, del Regolamento Prospetto), il Regolamento Prospetto (i) non si applica alle offerte pubbliche di titoli per un corrispettivo totale inferiore a 1 milione di Euro (soglia minima che viene del tutto eliminata dalla riforma) e (ii) consente agli Stati membri di esentare dalla previa pubblicazione di un prospetto le offerte pubbliche il cui corrispettivo totale non superi una determinata soglia compresa tra 1 milione di Euro e 8 milioni di Euro. Per completezza, si segnala che l'art. 34-ter, comma 1, del Regolamento Consob n. 11971/1999 fissa la medesima soglia di esenzione compresa tra 1 milione di Euro e 8 milioni di Euro.

<sup>4</sup> Art. 3, paragrafo 2, del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento *Listing Act*, che ha introdotto i nuovi paragrafi 2-bis e 2-ter.

<sup>5</sup> Art. 1, paragrafo 5, lettera a), del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento *Listing Act*.

conferiti da altri titoli), purché tali nuove azioni (i) siano della stessa classe delle azioni già ammesse alla negoziazione nello stesso mercato regolamentato e (ii) rappresentino, su un periodo di 12 mesi, meno del 30% del numero di azioni della stessa classe già ammesse alla negoziazione<sup>6</sup>.

***Soglia di esenzione dal prospetto di quotazione innalzata dal 20% al 30%***

*c. Nuove esenzioni*

Il Regolamento *Listing Act* introduce nuove ipotesi di esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto di quotazione e di offerta.

In primo luogo, il legislatore europeo introduce nuove ipotesi di esenzione (che prescindono da requisiti dimensionali) applicabili in caso di:

- (a) offerta pubblica di titoli fungibili con titoli già ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un mercato di crescita per le PMI<sup>7</sup> (“Mercato PMI”) continuativamente per almeno i 18 mesi precedenti l'offerta dei nuovi titoli<sup>8</sup>; e

- (b) ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato di titoli fungibili con titoli già ammessi alla negoziazione sul medesimo mercato continuativamente per almeno i 18 mesi precedenti l'ammissione alla negoziazione dei nuovi titoli<sup>9</sup>,

purché siano soddisfatte le seguenti condizioni:

- (i) i titoli offerti al pubblico ovvero destinati ad essere ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato non siano emessi in occasione di un'acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, di una fusione o di una scissione;
- (ii) l'emittente dei titoli non sia oggetto di una ristrutturazione o di procedure di insolvenza; e
- (iii) sia depositato presso l'autorità competente, e contestualmente pubblicato, un documento informativo molto sintetico (di massimo 11 pagine e non soggetto ad approvazione da parte dell'autorità competente), contenente le informazioni di cui al nuovo allegato IX del Regolamento Prospetto<sup>10</sup>.

In secondo luogo, il Regolamento *Listing Act* introduce un'ulteriore ipotesi di esenzione<sup>11</sup>, dipendente dalle dimensioni dell'offerta, in caso di offerta di titoli destinati ad essere ammessi alla

<sup>6</sup> Art. 1, paragrafo 5, lettera b), del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento *Listing Act*.

<sup>7</sup> L'art. 33, paragrafo 3, della MiFID II, qualifica come “mercato di crescita per le PMI” un mercato che soddisfi le seguenti condizioni: (i) al momento della registrazione come “mercato di crescita per le PMI”, e successivamente ogni anno civile, almeno il 50% degli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione su tale mercato sia composto da PMI; (ii) la determinazione di criteri appropriati per l'ammissione iniziale e continuativa alla negoziazione di strumenti finanziari degli emittenti sul mercato; (iii) la pubblicazione, al momento dell'ammissione iniziale alla negoziazione di strumenti finanziari sul mercato, di informazioni sufficienti per permettere agli investitori di prendere decisioni consapevoli di investimento; (iv) l'esistenza sul mercato di un'adeguata informativa finanziaria periodica relativa all'emittente; (v) il rispetto dei requisiti previsti dal MAR da parte degli emittenti, delle persone che esercitano funzioni amministrative, di direzione o controllo, nonché delle persone ad esse strettamente legate; (vi) la conservazione e divulgazione al pubblico delle informazioni sulla regolamentazione riguardanti gli emittenti; e (vii) la previsione di sistemi e controlli efficaci idonei a prevenire e individuare gli abusi di mercato su tale mercato ai sensi del MAR. Un esempio di mercato di crescita per le PMI è l'Euronext Growth Milan (EGM).

<sup>8</sup> Art. 1, paragrafo 4, del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento *Listing Act*, che ha introdotto la nuova lettera d-ter).

<sup>9</sup> Art. 1, paragrafo 5, del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento *Listing Act*, che ha introdotto la nuova lettera b-bis).

<sup>10</sup> Tali informazioni riguardano, *inter alia*, la denominazione e la sede dell'emittente, il nome dell'autorità competente dello Stato membro di origine, le ragioni dell'emissione e l'impiego dei proventi, i fattori di rischio specifici dell'emittente, le caratteristiche dei titoli, nonché i termini e le condizioni dell'offerta in caso di offerta pubblica di titoli.

<sup>11</sup> Art. 1, paragrafo 4, del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento *Listing Act*, che ha introdotto la nuova lettera d-bis).

negoziatore su un mercato regolamentato o su un Mercato PMI e fungibili con titoli già ammessi alla negoziazione nello stesso mercato, purché siano soddisfatte le seguenti condizioni:

- (i) i titoli rappresentino, su un periodo di 12 mesi, meno del 30% del numero di titoli già ammessi alla negoziazione nello stesso mercato;
- (ii) l'emittente dei titoli non sia oggetto di una ristrutturazione o di procedure di insolvenza; e
- (iii) sia depositato presso l'autorità competente, e contestualmente pubblicato, un documento informativo molto sintetico (di massimo 11 pagine e non soggetto ad approvazione da parte dell'autorità competente), contenente le informazioni di cui al nuovo allegato IX del Regolamento Prospetto<sup>11</sup>.

***Nuove esenzioni: in caso di (i) offerte pubbliche o ammissioni alla negoziazione di titoli fungibili con titoli già ammessi alla negoziazione nello stesso mercato da almeno 18 mesi, indipendentemente da requisiti dimensionali, e (ii) offerte pubbliche di titoli fungibili che rappresentino meno del 30% dei titoli già ammessi alla negoziazione nello stesso mercato***

*d. Esenzioni applicabili agli enti creditizi*

L'attuale formulazione dell'art. 1, paragrafo 4, lett. j), del Regolamento Prospetto prevede un'esenzione dall'obbligo di pubblicare il prospetto per gli enti creditizi in caso di offerta pubblica o ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato di titoli, diversi dai titoli di capitale, il cui corrispettivo

aggregato totale nell'Unione Europea sia inferiore a Euro 75 milioni, calcolati su un periodo di 12 mesi.

Il Regolamento *Listing Act* innalza questa soglia a 150 milioni<sup>12</sup> di Euro con l'obiettivo di promuovere la raccolta di fondi da parte degli enti creditizi.

- *Semplificazione dei prospetti*

- a. *Standardizzazione, lunghezza, lingua del prospetto*

Al fine di migliorare la leggibilità dei prospetti per gli investitori, ridurre i costi connessi alla loro redazione e creare uniformità in tutta l'Unione Europea, il Regolamento *Listing Act* prevede che il prospetto debba essere redatto "in formato standardizzato"<sup>13</sup>, sia per i titoli di capitale che per quelli diversi dai titoli di capitale, e che le informazioni in esso incluse debbano essere presentate in una sequenza anch'essa standardizzata, da definire tramite atti delegati della Commissione Europea<sup>14</sup>.

In tale ottica, il legislatore ha ritenuto necessario fissare un limite massimo di lunghezza di 300 pagine per il solo prospetto riguardante le azioni<sup>15</sup>.

Il prospetto informativo potrà essere predisposto anche esclusivamente in inglese (in caso di offerta o ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato effettuate solo nello Stato membro di origine), fatta salva la facoltà per gli Stati membri di decidere che tale prospetto sia redatto in una lingua accettata dall'autorità competente di tale Stato membro<sup>16</sup>.

Infine, la riforma prevede che la distribuzione dei prospetti debba avvenire unicamente in formato

<sup>12</sup> Art. 1, paragrafo 4, lettera j), del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento *Listing Act*.

<sup>13</sup> Art. 6, paragrafo 2, del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento *Listing Act*.

<sup>14</sup> Ai sensi dell'art. 6, paragrafo 8, del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento *Listing Act*, entro 12 mesi dalla data di entrata in vigore del Regolamento *Listing Act*, ossia entro dicembre 2025, l'European Securities and Market Authority (ESMA) dovrà presentare alla Commissione Europea i progetti di norme tecniche di attuazione per specificare il modello e l'impaginazione dei prospetti, in funzione del tipo di prospetto e del tipo di investitori cui lo stesso è destinato. La Commissione Europea sarà chiamata a adottare le necessarie norme tecniche di attuazione.

<sup>15</sup> Tale modifica entrerà in vigore decorsi 18 mesi dalla data di entrata in vigore del Regolamento *Listing Act*, ossia a giugno 2026.

<sup>16</sup> Art. 27, paragrafo 1, del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento *Listing Act*. Per completezza, si segnala che l'art. 12, commi 2 e 3, del Regolamento Consob n. 11971/1999 già prevede la possibilità di redigere il prospetto per le offerte di titoli in italiano o in inglese (con la sola traduzione in italiano della nota di sintesi).

elettronico, eliminando così la possibilità per gli investitori di richiedere copia cartacea<sup>17</sup>.

***Prospetto in formato standardizzato, di massimo 300 pagine, distribuito in formato elettronico e redigibile (a scelta dello Stato membro) esclusivamente in lingua inglese***

*b. Incorporation by reference*

Il Regolamento *Listing Act* introduce alcune novità in materia di inclusione delle informazioni nei prospetti mediante riferimento modificando l'art. 19 del Regolamento Prospetto. In particolare, viene ampliata la portata applicativa della norma, consentendo agli emittenti di avvalersi di tale tecnica con riguardo a un maggior numero di documenti e informazioni. Più precisamente, i prospetti potranno incorporare mediante riferimento anche (i) un documento di registrazione universale (o una sua sezione) approvato da, o depositato presso, un'autorità competente, nonché (ii) il documento informativo contenente le informazioni di cui al nuovo allegato IX del Regolamento Prospetto (cfr. [paragrafo III\(A\)\(c\)](#))<sup>18</sup>.

Con riguardo ai "prospetti di emissione UE della crescita" riguardanti azioni, il Regolamento *Listing Act* prevede inoltre che la relazione sulla gestione per i periodi coperti dalle informazioni finanziarie relative agli esercizi passati (compresa, se del caso, la rendicontazione di sostenibilità) deve essere inclusa mediante riferimento oppure le informazioni ivi contenute devono essere incluse nel prospetto<sup>19</sup>.

Da ultimo, la riforma prevede la possibilità per l'emittente, l'offerente o il soggetto che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato di non pubblicare un supplemento<sup>20</sup> relativo alle nuove informazioni finanziarie annuali o infrannuali pubblicate, qualora il prospetto di base sia ancora valido ai sensi dell'art. 12, paragrafo 1, del

Regolamento Prospetto (*i.e.*, per 12 mesi dalla sua approvazione). Qualora tali nuove informazioni siano pubblicate elettronicamente, esse possono essere incluse nel prospetto di base mediante riferimento<sup>21</sup>.

***Maggiori informazioni potranno essere incluse nel prospetto mediante riferimento***

*c. Informazioni finanziarie storiche*

La riforma di cui al Regolamento *Listing Act* modifica altresì l'Allegato I al Regolamento Prospetto, riducendo gli oneri informativi a carico degli emittenti con riferimento alle informazioni finanziarie storiche che devono essere incluse nei prospetti. In particolare, sarà sufficiente fornire (a) per i prospetti azionari, le informazioni finanziarie relative agli ultimi due esercizi (in luogo dei tre precedentemente richiesti) e (b) per i prospetti diversi da quelli azionari, le informazioni finanziarie relative all'ultimo esercizio<sup>22</sup>.

***Le informazioni finanziarie storiche da includere nel prospetto azionario sono quelle relative agli ultimi due esercizi (e non più tre)***

*d. Semplificazione dei fattori di rischio*

Con riguardo alle modalità di redazione dei fattori di rischio, il Regolamento *Listing Act* precisa che il prospetto non deve contenere fattori di rischio generici, che siano usati soltanto come mere esclusioni di responsabilità (*disclaimer*) o non diano una rappresentazione sufficientemente chiara degli specifici fattori di rischio di cui gli investitori devono essere consapevoli<sup>23</sup>.

I fattori di rischio devono inoltre essere descritti in modo adeguato, elencati in modo coerente con la rilevanza assegnata agli stessi dall'emittente al fine di consentire all'investitore di comprendere l'impatto

<sup>17</sup> Art. 21, paragrafo 11, del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento *Listing Act*.

<sup>18</sup> Art. 19, paragrafo 1, lettere a) e b) del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento *Listing Act*.

<sup>19</sup> Allegato VII del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento *Listing Act*.

<sup>20</sup> Art. 23, paragrafo 1, del Regolamento Prospetto.

<sup>21</sup> Art. 19, paragrafo 1-ter, del Regolamento Prospetto, come introdotto dal Regolamento *Listing Act*.

<sup>22</sup> Allegato I, punto XI, del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento *Listing Act*.

<sup>23</sup> Art. 16, paragrafo 1, del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento *Listing Act*.

che i medesimi possono avere sull'emittente o sui titoli offerti o ammessi alla negoziazione.

***I fattori di rischio non devono essere usati come mere esclusioni di responsabilità (disclaimer)***

e. *Nuovo schema di prospetto semplificato per le emissioni secondarie o "follow-on"*

Al fine di rendere la documentazione relativa alla quotazione più comprensibile, tutelare al meglio gli investitori e al contempo ridurre i costi e gli oneri per gli emittenti che effettuano emissioni secondarie, il Regolamento *Listing Act* introduce la possibilità di redigere un nuovo e più efficiente prospetto semplificato, c.d. "prospetto UE di *follow-on*"<sup>24</sup>.

In particolare, tale prospetto può essere utilizzato per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato di titoli da parte di:

- (a) emittenti i cui titoli siano stati ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato continuativamente per almeno i 18 mesi precedenti l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato dei nuovi titoli;
- (b) emittenti i cui titoli siano stati ammessi alla negoziazione in un Mercato PMI continuativamente per almeno i 18 mesi precedenti l'offerta pubblica dei nuovi titoli;
- (c) emittenti che chiedono l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato di titoli fungibili con titoli che sono stati ammessi alla negoziazione in un Mercato PMI continuativamente per almeno i 18 mesi precedenti l'ammissione alla negoziazione dei titoli; e
- (d) offerenti di titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un Mercato PMI

continuativamente per almeno i 18 mesi precedenti l'offerta pubblica di titoli.

Il "prospetto UE di *follow-on*" che riguarda azioni non può superare il limite massimo di 50 pagine e deve essere presentato in una forma e struttura facilmente leggibili.

Laddove gli emittenti abbiano soltanto titoli diversi dai titoli di capitale ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un Mercato PMI, non sono autorizzati a redigere un prospetto UE di *follow-on* per le ammissioni alle negoziazioni di titoli azionari su un mercato regolamentato.

***Nuovo schema di prospetto semplificato, di massimo 50 pagine, per le emissioni secondarie e le offerte pubbliche di titoli quotati da almeno 18 mesi***

f. *Nuovo schema di prospetto semplificato c.d. "prospetto di emissione UE della crescita"*

Il Regolamento *Listing Act* consente a determinati emittenti di predisporre un prospetto semplificato, c.d. "prospetto di emissione UE della crescita"<sup>25</sup>, in caso di offerta pubblica di titoli, purché tali soggetti non abbiano titoli ammessi alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione.

In particolare, sono ammessi alla redazione di tale prospetto semplificato:

- (a) le PMI;
- (b) gli emittenti, diversi dalle PMI, i cui titoli sono o saranno ammessi alla negoziazione in un Mercato PMI;
- (c) gli emittenti, diversi da quelli di cui alle lettere (a) e (b), ove il corrispettivo aggregato totale nell'Unione Europea dei titoli offerti al pubblico sia inferiore a Euro 50 milioni, calcolato su un periodo di 12 mesi, e a condizione che tali emittenti (i) non abbiano titoli negoziati in un

<sup>24</sup> Art. 14-*bis* del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento *Listing Act*. L'art. 14-*bis* entrerà in vigore decorsi 15 mesi dalla data di entrata in vigore del Regolamento *Listing Act*, ossia a marzo 2026, durante i quali la Commissione Europea sarà chiamata a adottare gli atti delegati integrativi finalizzati a definire il contenuto, il formato e la sequenza standardizzati del "prospetto UE di *follow-on*".

<sup>25</sup> Art. 15-*bis* del Regolamento Prospetto, come introdotto dal Regolamento *Listing Act*. L'art. 15-*bis* entrerà in vigore decorsi 15 mesi dalla data di entrata in vigore del Regolamento *Listing Act*, ossia a marzo 2026, durante i quali la Commissione Europea sarà chiamata a adottare gli atti delegati integrativi finalizzati a definire il contenuto, il formato e la sequenza standardizzati del "prospetto di emissione UE della crescita".

mercato non regolamentato e (ii) abbiano impiegato in media non più di 499 dipendenti durante l'esercizio precedente; e

(d) gli offerenti di titoli emessi dagli emittenti di cui alle lettere (a) e (b).

Il "prospetto di emissione UE della crescita" che riguarda azioni non può superare il limite massimo di 75 pagine e deve essere presentato in una forma e struttura facilmente leggibili.

- Obblighi informativi di corporate social responsibility

Il legislatore europeo include per la prima volta nella documentazione informativa da predisporre in sede di raccolta alcune indicazioni in tema di *corporate social responsibility* e fattori ESG. Gli atti delegati che la Commissione sarà chiamata a adottare stabiliranno in modo specifico le informazioni da includere<sup>26</sup>.

- Procedura di esame e approvazione dei prospetti

Al fine di armonizzare la procedura di esame e approvazione dei prospetti, il Regolamento *Listing Act* prevede l'introduzione di: (a) criteri aggiuntivi da utilizzare per l'esame del prospetto informativo da parte dell'autorità competente<sup>27</sup>; (b) una finestra temporale massima entro la quale l'autorità competente deve terminare l'esame del prospetto e giungere a una decisione circa la sua approvazione<sup>28</sup>; e (c) una previsione per cui se l'autorità competente non adotta una decisione entro il termine massimo di cui alla lettera (b) sopra, ciò non costituisce approvazione del prospetto<sup>29</sup>.

***Semplificazione della procedura di esame e approvazione dei prospetti da parte delle autorità competenti, attraverso l'introduzione di nuovi criteri e tempistiche***

## **B. Modifiche al Regolamento Market Abuse (MAR)**

Il Regolamento *Market Abuse* (MAR) mira a prevenire gli abusi di mercato, tutelando l'integrità del mercato stesso e la fiducia degli investitori. A tal fine, impone agli emittenti obblighi di comunicazione e registrazione particolarmente stringenti.

Ferme le finalità e gli obiettivi del MAR, la riforma introdotta dal Regolamento *Listing Act* vuole, da un lato, ridurre l'onerosità degli obblighi imposti agli emittenti e, dall'altro, accrescere l'attrattiva dei mercati europei.

Di seguito si riassumono le principali modifiche al Regolamento *Market Abuse*.

- Definizione di informazione privilegiata

Il Regolamento *Listing Act*, pur mantenendo l'attuale definizione di informazione privilegiata prevista dall'art. 7 del MAR, specifica, con riferimento all'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari, che tale definizione cattura non soltanto le informazioni che l'intermediario riceve direttamente da un cliente<sup>30</sup>, ma anche quelle provenienti da altri soggetti che agiscono per conto del cliente o conosciute in virtù di un rapporto di gestione di un conto proprietario o di un fondo gestito.

Tale modifica è volta a contrastare il fenomeno del c.d. *front running*, una pratica illegale che consiste nello sfruttamento di informazioni privilegiate da parte di operatori finanziari che, ricevuti ordini

<sup>26</sup> Art. 13, paragrafo 1, comma 2, del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento *Listing Act*, che ha introdotto la nuova lettera g).

<sup>27</sup> Art. 20, paragrafo 11, lettera a), del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento *Listing Act*.

<sup>28</sup> Art. 20, paragrafo 11, lettera c), comma 1, del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento *Listing Act*.

<sup>29</sup> Art. 20, paragrafo 11, lettera c), comma 3, del Regolamento Prospetto, come modificato dal Regolamento *Listing Act*.

<sup>30</sup> Attualmente l'art. 7, paragrafo 1, lettera d), del Regolamento *Market Abuse* prevede che: "per informazione privilegiata si intende: [...] nel caso di persone incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari, [...] anche l'informazione trasmessa da un cliente e commessa agli ordini pendenti in strumenti finanziari del cliente [...]".

potenzialmente idonei a influire sul prezzo di titoli quotati da parte dei propri clienti, utilizzano tali informazioni per effettuare operazioni sul mercato.

***Rientrano nella definizione di “informazione privilegiata” anche le informazioni ottenute (a) da soggetti che agiscono per conto dei clienti o (b) in virtù di un rapporto di gestione di conti o fondi***

- Tappe intermedie di un processo prolungato

Uno dei profili più rilevanti su cui interviene il *Listing Act* riguarda l’abolizione dell’obbligo imposto agli emittenti di comunicare al pubblico le informazioni privilegiate relative alle “tappe intermedie” di un processo prolungato che si svolge in più fasi<sup>31</sup>.

Ai sensi dell’art. 7, paragrafo 3, del MAR, anche le tappe intermedie di un processo prolungato, ove rispondenti ai criteri fissati da tale articolo, si qualificano come “informazioni privilegiate” e devono pertanto essere comunicate al pubblico.

Il Regolamento *Listing Act* interviene proprio su tale aspetto, prevedendo che l’emittente non sia più tenuto a comunicare al pubblico le informazioni privilegiate riguardanti le fasi intermedie di un processo prolungato, ove tali tappe siano collegate alla successiva concretizzazione ovvero al verificarsi di particolari circostanze o di un particolare evento. L’obbligo di *disclosure* troverà quindi applicazione con riguardo alle informazioni privilegiate relative all’evento o alle circostanze finali del processo prolungato<sup>32</sup>.

Resta fermo che gli emittenti dovranno continuare a garantire la riservatezza delle informazioni relative

alle fasi intermedie del processo prolungato aventi le caratteristiche di informazione privilegiata, oltre che prevenire eventuali abusi di mercato<sup>33</sup>.

Le modifiche di cui sopra entreranno in vigore decorsi 18 mesi dalla data di entrata in vigore del Regolamento *Listing Act*, ossia a giugno 2026.

***Eliminazione dell’obbligo di disclosure delle tappe intermedie di un processo prolungato che si qualificano come informazioni privilegiate***

- Il ritardo

Il Regolamento *Listing Act* introduce alcune modifiche alla disciplina del ritardo nella comunicazione delle informazioni privilegiate, indicando in modo più puntuale le condizioni in presenza delle quali l’emittente può avvalersi di tale istituto.

Attualmente, l’art. 17, paragrafo 4, del MAR consente agli emittenti di ritardare, sotto la propria responsabilità, la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, purché siano soddisfatte le seguenti condizioni:

- la comunicazione immediata pregiudicherebbe probabilmente i legittimi interessi dell’emittente;
- il ritardo nella comunicazione non sarebbe fuorviante per il pubblico; e
- l’emittente è in grado di garantire la riservatezza di tali informazioni.

Il Regolamento *Listing Act* – recependo l’orientamento ESMA in materia<sup>34</sup> – sostituisce il generico riferimento all’assenza di un effetto

<sup>31</sup> Cfr. considerando 16 e 17 e Art. 7, paragrafi 2 e 3, del Regolamento *Market Abuse*. In particolare, il considerando 17 prevede che “Le informazioni relative a un evento o a una serie di circostanze che costituiscono una fase intermedia in un processo prolungato possono riguardare, ad esempio, lo stato delle negoziazioni contrattuali, le condizioni contrattuali provvisoriamente convenute, la possibilità di collocare strumenti finanziari, le condizioni alle quali tali strumenti sono venduti, le condizioni provvisorie per la collocazione di strumenti finanziari, o la possibilità che uno strumento finanziario sia incluso in un indice principale o la cancellazione di uno strumento finanziario da un tale indice”.

<sup>32</sup> Art. 17, paragrafo 1, ultimo periodo, del Regolamento *Market Abuse*, come modificato dal Regolamento *Listing Act*.

<sup>33</sup> Art. 17, del Regolamento *Market Abuse*, come modificato dal Regolamento *Listing Act*, che ha introdotto il nuovo paragrafo 1-bis.

<sup>34</sup> Cfr. orientamento ESMA n. 2 al MAR ([https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4966\\_mar\\_gls-delay\\_in\\_the\\_disclosure\\_of\\_inside\\_information\\_it.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4966_mar_gls-delay_in_the_disclosure_of_inside_information_it.pdf)) che precisa che il ritardo non sarebbe fuorviante anche nei casi in cui “gli obiettivi finanziari dell’emittente non saranno probabilmente raggiunti, laddove tali obiettivi

fuorviante per il pubblico di cui alla lettera (b) sopra, precisando che l'emittente possa ritardare la comunicazione di informazioni privilegiate ove queste non siano in contrasto con le ultime informazioni comunicate al pubblico o con qualunque altro tipo di comunicazione dell'emittente in relazione alla stessa circostanza a cui si riferiscono le informazioni privilegiate<sup>35</sup>.

Il Regolamento *Listing Act* precisa, altresì, che gli emittenti non sono tenuti ad attivare la procedura di ritardo per la pubblicazione (non più dovuta) delle informazioni privilegiate relative alle tappe intermedie di processi prolungati<sup>36</sup>.

Le modifiche di cui sopra entreranno in vigore decorsi 18 mesi dalla data di entrata in vigore del Regolamento *Listing Act*, ossia a giugno 2026.

***Si precisano i casi in cui il ritardo non avrebbe l'effetto di fuorviare il pubblico***

- *Le novità nella disciplina dei sondaggi di mercato*

Il Regolamento *Listing Act* apporta alcune modifiche anche alla disciplina dei sondaggi di mercato (c.d. "market sounding") di cui all'art. 11 del MAR.

Ai sensi della disciplina vigente, per "sondaggio di mercato" si intende la "comunicazione di informazioni, anteriormente all'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 di: [...]".

Il legislatore europeo, pur senza apportare modifiche sostanziali alla disciplina del *market sounding*,

*siano stati precedentemente annunciati in forma pubblica" e "le informazioni privilegiate di cui l'emittente intende ritardare la comunicazione sono in contrasto con le aspettative del mercato, laddove tali aspettative siano fondate su segnali precedentemente inviati dall'emittente al mercato".*

<sup>35</sup> Art. 17, paragrafo 4, del Regolamento *Market Abuse*, come modificato dal Regolamento *Listing Act*.

<sup>36</sup> Art. 17, paragrafo 4-bis, del Regolamento *Market Abuse*, introdotto dal Regolamento *Listing Act*.

<sup>37</sup> Art. 11, paragrafo 4, del Regolamento *Market Abuse*, come modificato dal Regolamento *Listing Act*.

<sup>38</sup> Ai sensi dell'art. 11, paragrafo 1, del Regolamento *Market Abuse*, come modificato 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 di: [...]".

chiarisce che quest'ultima rappresenta un regime opzionale<sup>37</sup> attraverso cui i partecipanti al mercato possono beneficiare di una limitata esenzione dal divieto di comunicazione di informazioni privilegiate. In altre parole, qualora l'emittente scelga di diffondere a terzi informazioni privilegiate nel corso di un sondaggio di mercato nel rispetto della procedura prevista dal MAR, tale diffusione si considera *ex lege* fatta "nel normale esercizio di un'occupazione, di una professione o di funzione". Resta fermo che l'emittente che decida di diffondere a terzi informazioni privilegiate nel corso di un sondaggio di mercato senza rispettare la disciplina del *market sounding* prevista dal MAR potrà sempre dimostrare che la diffusione è avvenuta "nel normale esercizio di un'occupazione, di una professione o di funzione" e che, pertanto, non è illecita.

Inoltre, la definizione di "sondaggio di mercato" viene estesa anche alla diffusione a terzi di informazioni preliminari e anteriori all'"eventuale" annuncio di un'operazione<sup>38</sup>, così ampliando la portata applicativa della norma anche ai casi in cui l'operazione in relazione alla quale sono state diffuse informazioni privilegiate non venga poi effettivamente realizzata.

Infine, il Regolamento *Listing Act* interviene sulla disciplina del c.d. "cleansing" dell'informazione, ossia l'obbligo di comunicare la cessazione della natura privilegiata delle informazioni trasmesse durante un sondaggio di mercato alla persona che le ha ricevute. In particolare, il soggetto che ha comunicato tali informazioni durante il *market sounding* non è più obbligato a fornire comunicazioni

ulteriori ai destinatari di tali informazioni, ove queste ultime siano state rese pubbliche in altro modo<sup>39</sup>.

**Opzionalità del regime di market sounding, ampliamento del suo ambito anche alle comunicazioni preliminari di informazioni riguardanti operazioni che successivamente non si realizzano e semplificazione della procedura di “cleansing”**

- Semplificazione degli obblighi in materia di programmi di “share buy-back”

Il MAR disciplina alcuni *safe harbour* dalle tre fattispecie di abuso di mercato ivi previste (*i.e.*, abuso di informazioni privilegiate, comunicazione illecita di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato)<sup>40</sup>. Ai sensi dell’art. 5 del MAR, tali *safe harbour* trovano applicazione in caso di programmi di riacquisto di azioni proprie e di operazioni di stabilizzazione.

Al fine di rendere meno onerosi gli obblighi di *reporting* attualmente imposti agli emittenti in materia di programmi di *buy-back*, il *Listing Act* richiede che le informazioni relative alle operazioni di acquisto di azioni proprie siano comunicate (i) solo all’autorità nazionale competente del mercato più rilevante in termini di liquidità per le proprie azioni (e non più a tutte le autorità competenti dei mercati in cui le azioni sono quotate) e (ii) al pubblico solo in forma aggregata (e non per ogni singola operazione)<sup>41</sup>.

- Semplificazione della disciplina dei registri insider

Il Regolamento *Listing Act* introduce alcune novità in materia di tenuta dei registri contenenti gli elenchi delle persone aventi accesso alle informazioni privilegiate (c.d. registri *insider*).

Sebbene non siano state apportate modifiche sostanziali al quadro giuridico che disciplina i registri *insider*, il *Listing Act* incarica l’ESMA di riesaminare le norme tecniche di attuazione sul formato semplificato dei registri *insider* previsto per gli emittenti i cui titoli sono ammessi alla negoziazione in un Mercato PMI, al fine di estendere l’uso di tale formato a tutti gli elenchi delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate<sup>42</sup>.

L’ESMA dovrà presentare i progetti delle norme tecniche attuative alla Commissione Europea entro 9 mesi dalla data di entrata in vigore del Regolamento *Listing Act*, ossia entro settembre 2025.

- Semplificazione degli obblighi in materia di internal dealing

Il Regolamento *Listing Act* introduce una serie di importanti modifiche alla disciplina applicabile ai c.d. soggetti *insider*<sup>43</sup>, ossia coloro che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione, nonché alle persone a loro strettamente connesse (c.d. disciplina *internal dealing*).

In primo luogo, la soglia minima di controvalore delle operazioni, il cui raggiungimento in un anno solare comporta l’insorgere degli obblighi informativi in capo all’emittente e ai soggetti coinvolti, viene innalzata da 5.000 a 20.000 Euro<sup>44</sup>. Tuttavia, le autorità nazionali mantengono un certo margine di discrezionalità, potendo aumentare la soglia fino a 50.000 Euro oppure ridurla fino a 10.000 Euro<sup>45</sup>.

In secondo luogo, vengono introdotte nuove esenzioni alla disciplina del c.d. “periodo di chiusura” o “*black-out period*” di cui all’art. 19, paragrafi 11 e 12, del MAR, ai sensi del quale è fatto divieto alle persone che esercitano funzioni di amministrazione, controllo o direzione di effettuare operazioni sui titoli dell’emittente nel periodo di 30 giorni di calendario

<sup>39</sup> Art. 11, paragrafo 6, del Regolamento *Market Abuse*, come modificato dal Regolamento *Listing Act*.

<sup>40</sup> Artt. 14 e 15 del Regolamento *Market Abuse*.

<sup>41</sup> Art. 5, paragrafo 1, lettera b), del Regolamento *Market Abuse*, come modificato dal Regolamento *Listing Act*.

<sup>42</sup> Art. 18, paragrafo 9, del Regolamento *Market Abuse*, come modificato dal Regolamento *Listing Act*.

<sup>43</sup> Art. 19 del Regolamento *Market Abuse*.

<sup>44</sup> Art. 19, paragrafo 8, del Regolamento *Market Abuse*, come modificato dal Regolamento *Listing Act*.

<sup>45</sup> Art. 19, paragrafo 9, del Regolamento *Market Abuse*, come modificato dal Regolamento *Listing Act*.

precedenti la pubblicazione dei rapporti finanziari obbligatori. In particolare, il Regolamento *Listing Act* precisa che gli emittenti consentono agli *insiders* di operare – in deroga al divieto sopra menzionato – nei casi in cui le operazioni o le attività di negoziazione “non riguardano decisioni di investimento attive adottate dalla persona che esercita funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione, o che derivano esclusivamente da fattori esterni o da azioni di terzi, o che sono operazioni o attività di negoziazione, compreso l’esercizio di diritti conferiti da strumenti derivati, basate su condizioni prestabilite”<sup>46</sup>.

**Innalzamento della soglia per la notifica delle operazioni in materia di internal dealing da 5.000 a 20.000 Euro, salvi i margini di discrezionalità delle autorità nazionali**

- Regime sanzionatorio

Il Regolamento *Listing Act* modifica il regime sanzionatorio previsto dal MAR per rendere le sanzioni più proporzionate alle dimensioni dell’emittente<sup>47</sup>.

In particolare, viene introdotto un limite massimo alla sanzione amministrativa pecuniaria irrogabile nei confronti degli emittenti per la violazione degli articoli 14 - 20 del MAR<sup>48</sup>. Tale limite massimo deve essere calcolato in percentuale rispetto al fatturato annuo totale risultante dall’ultimo bilancio disponibile dell’emittente. Tuttavia, ove la sanzione così determinata dovesse risultare sproporzionatamente bassa, è prevista la possibilità per le autorità nazionali di stabilire una sanzione minima.

**Sanzioni amministrative a carico degli emittenti per la violazione del MAR più proporzionate alle dimensioni del singolo emittente**

### C. *Modifiche alla MiFID II*

La Direttiva di Modifica alla MiFID II mira principalmente a rafforzare il quadro normativo dei Mercati PMI (ad esempio l’Euronext Growth Milan), come definiti dalla MiFID II e dal Regolamento delegato (UE) 2017/565 che disciplina i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell’attività delle imprese di investimento. Le modifiche hanno l’obiettivo di ridurre gli oneri burocratici e normativi per gli emittenti, garantendo al contempo adeguati *standard* di tutela per gli investitori e l’integrità del mercato.

Di seguito si riassumono le principali modifiche alla MiFID II.

- Novità in materia di investment research

Il principale intervento della Direttiva di Modifica alla MiFID II riguarda la disciplina relativa alle ricerche in materia di investimenti, al fine di migliorarne la qualità, in particolare a beneficio delle PMI.

In particolare, vengono introdotti requisiti più stringenti per la predisposizione delle ricerche c.d. “sponsorizzate dall’emittente”. Più precisamente, l’art. 24 della MiFID II, nella sua nuova formulazione, prevede, *inter alia*: (a) l’introduzione di un requisito generale secondo cui la ricerca deve essere accurata, chiara e non fuorviante<sup>49</sup>; (b) l’utilizzabilità della denominazione di “ricerca sponsorizzata dall’emittente” solo per le ricerche predisposte in conformità con un nuovo codice di condotta UE, che stabilirà *standard* di indipendenza e obiettività nonché procedure e misure per l’efficace identificazione e

<sup>46</sup> Art. 19, paragrafo 12-*bis*, del Regolamento *Market Abuse*, introdotto dal Regolamento *Listing Act*.

<sup>47</sup> Art. 30, paragrafo 2, del Regolamento *Market Abuse*, come modificato dal Regolamento *Listing Act*.

<sup>48</sup> Divieto di abuso di informazioni privilegiate (art. 14 del Regolamento *Market Abuse*), divieto di manipolazione del mercato (art. 15 del Regolamento *Market Abuse*), obblighi di prevenzione e individuazione di abusi del mercato (art. 16 del Regolamento *Market Abuse*), obblighi di comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate (art. 17 del Regolamento *Market Abuse*), obblighi in materia di tenuta dei registri *insider* (art. 18 del Regolamento *Market Abuse*), obblighi in materia di *internal dealing* (art. 19 del Regolamento *Market Abuse*) e obblighi in materia di raccomandazioni di investimento (art. 20 del Regolamento *Market Abuse*).

<sup>49</sup> Art. 24, della MiFID II, come modificata dalla Direttiva di Modifica alla MiFID II, che ha introdotto il nuovo paragrafo 3-*bis*.

prevenzione dei conflitti di interesse<sup>50</sup> (ove tale requisito non sia rispettato, la ricerca sarà qualificata come comunicazione di *marketing*)<sup>51</sup>; e (c) un mandato all'ESMA per l'elaborazione di progetti di norme tecniche per l'istituzione di tale codice, che dovranno essere adottate dalla Commissione Europea entro 12 mesi dalla data di entrata in vigore della Direttiva di Modifica alla MiFID II<sup>52</sup>, ossia entro dicembre 2025.

***Requisiti più stringenti per la predisposizione delle “ricerche sponsorizzate dall'emittente”, in conformità con un nuovo codice di condotta UE***

- Modifiche alla nozione di “mercato di crescita per le PMI”

La Direttiva di Modifica alla MiFID II amplia l'attuale definizione di “mercato di crescita per le PMI”. In particolare, chiarisce che può qualificarsi come Mercato PMI non solo un sistema multilaterale di negoziazione in quanto tale, ma anche un suo segmento (ad esempio il segmento professionale dell'Euronext Growth Milan)<sup>53</sup>, purché gli Stati membri stabiliscano un quadro normativo dedicato e tale segmento sia chiaramente distinto e autonomo rispetto alla sede di negoziazione “primaria”<sup>54</sup>.

- Condizioni particolari per l'ammissione alla negoziazione di azioni

La Direttiva di modifica alla MiFID II interviene anche in materia di ammissione alla negoziazione di azioni in un mercato regolamentato, trasponendo nella stessa alcune disposizioni prima contenute nella

*Listing Directive*, con conseguente abrogazione di quest'ultima.

In particolare, gli Stati membri devono provvedere affinché i mercati regolamentati prescrivano che: (a) la capitalizzazione di mercato prevedibile della società le cui azioni sono oggetto della richiesta di ammissione alla negoziazione (o, in alternativa qualora questa non sia disponibile, il capitale e le riserve della società, compresi l'utile e la perdita, dell'ultimo esercizio) sia almeno pari a 1 milione<sup>55</sup> di Euro; e (b) il flottante, ossia la percentuale di capitale detenuta dal pubblico, sia almeno pari al 10%<sup>56</sup>.

***Per le quotande: capitalizzazione minima pari a 1 milione di Euro e flottante minimo pari al 10%***

**D. *La nuova direttiva sulle azioni a voto plurimo***

La Direttiva Azioni a Voto Plurimo<sup>57</sup> mira a introdurre un regime di armonizzazione a livello europeo per le azioni a voto plurimo di società che intendono quotarsi su un MTF.

Le differenze ad oggi esistenti tra i regimi nazionali in materia di strutture c.d. *dual class*, che si discostano dal principio “*one share one vote*”, infatti, generano condizioni di disparità per le società nei diversi Stati membri e favoriscono opportunità di arbitraggio normativo e scelte opportunistiche (ad esempio, la

<sup>50</sup> Art. 24, della MiFID II, come modificato dalla Direttiva di Modifica alla MiFID II, che ha introdotto il nuovo paragrafo 3-ter.

<sup>51</sup> Art. 24, della MiFID II, come modificato dalla Direttiva di Modifica alla MiFID II, che ha introdotto il nuovo paragrafo 3-sexies.

<sup>52</sup> Art. 24, della MiFID II, come modificato dalla Direttiva di Modifica della MiFID II, che ha introdotto il nuovo paragrafo 3-quater.

<sup>53</sup> Art. 4, paragrafo 1, punto 12), della MiFID II, come modificato dalla Direttiva di Modifica alla MiFID II.

<sup>54</sup> Art. 33 della MiFID II, come modificato dalla Direttiva di Modifica alla MiFID II, che ha introdotto il nuovo paragrafo 3-bis.

<sup>55</sup> Art. 51-bis, paragrafo 1, della MiFID II, come introdotto dalla Direttiva di Modifica alla MiFID II.

<sup>56</sup> Art. 51-bis, paragrafo 4, della MiFID II, come introdotto dalla Direttiva di Modifica alla MiFID II.

<sup>57</sup> Ai sensi dell'art. 8 della Direttiva Azioni a Voto Plurimo, quest'ultima entrerà in vigore decorsi 20 giorni dalla data della sua pubblicazione in GUUE, ossia a dicembre 2024.

domiciliazione verso Paesi con regimi più flessibili)<sup>58</sup>.

Il *Listing Act* si propone pertanto di uniformare le legislazioni nazionali sulle strutture con azioni a voto plurimo, concedendo al contempo agli Stati membri sufficiente flessibilità nella relativa attuazione.

- Ambito di applicazione

La Direttiva Azioni a Voto Plurimo si rivolge alle società non quotate in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, che per la prima volta chiedono l'ammissione alla negoziazione delle proprie azioni in sistemi multilaterali di negoziazione, compresi i Mercati PMI<sup>59</sup>.

- Definizione

La Direttiva Azioni a Voto Plurimo chiarisce che per azione a voto plurimo si intende l'“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>60</sup>. Per struttura a voto multiplo deve, dunque, intendersi la presenza di una categoria di azioni (*distinct and separate class*) che riconosca una differenziazione in termini di diritto di voto rispetto alle altre categorie di azioni, in senso “incrementale”<sup>61</sup>.

- Adozione delle strutture di voto plurimo in fase pre-IPO

Gli Stati membri devono assicurare alle società le cui azioni non siano già ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione il diritto di adottare azioni a voto

plurimo ai fini dell'ammissione alla negoziazione delle proprie azioni in un sistema multilaterale di negoziazione<sup>62</sup>.

Inoltre, la Direttiva Azioni a Voto Plurimo prevede che il diritto di adottare una struttura con azioni a voto plurimo debba essere riconosciuto alle società anche prima di chiedere l'ammissione alla negoziazione delle proprie azioni in un sistema multilaterale di negoziazione<sup>63</sup>.

Tuttavia, 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 su un MTF<sup>64</sup>.

**Possibile adozione da parte delle PMI quotate su MTF anche prima della richiesta di ammissione alla negoziazione, con facoltà per gli Stati membri di subordinarne l'efficacia all'IPO**

- Misure di salvaguardia per gli azionisti “ordinari”

Al fine di garantire un'adeguata tutela degli interessi degli azionisti che non detengono azioni a voto plurimo, si prevede l'introduzione di c.d. “misure di salvaguardia”.

In particolare, gli Stati membri dovranno:

- garantire che le deliberazioni di adozione e modifica delle strutture con azioni a voto multiplo siano adottate dall'assemblea generale

<sup>58</sup> Così, ad esempio, Svezia e Danimarca consentono le azioni a voto plurimo quasi fin dalla nascita dei loro mercati di capitali; per contro, altri Stati hanno vietato le azioni a voto plurimo (in alcuni Stati il divieto è limitato alle società quotate, ad esempio in Germania e in Belgio, mentre in altri si applica a tutte le società, ad esempio in Austria e Croazia). Cfr. la proposta di Direttiva Azioni a Voto Plurimo presentata dalla Commissione UE, disponibile [qui](#).

<sup>59</sup> Art. 1 della Direttiva Azioni a Voto Plurimo.

<sup>60</sup> Art. 2, numero 2, della Direttiva Azioni a Voto Plurimo.

<sup>61</sup> In questo senso l'istituto differisce dalla maggiorazione del diritto di voto di cui all'art. 127-*quinquies* del D. Lgs. 58/1998 e, più in generale, dagli analoghi schemi di *loyalty shares* previsti da altri ordinamenti europei.

<sup>62</sup> Art. 3, paragrafo 1, della Direttiva Azioni a Voto Plurimo.

<sup>63</sup> Art. 3, paragrafo 2, della Direttiva Azioni a Voto Plurimo.

<sup>64</sup> Art. 3, paragrafo 3, della Direttiva Azioni a Voto Plurimo.

degli azionisti, con una maggioranza qualificata ai sensi del diritto nazionale<sup>65</sup>; e

(b) al fine di limitare l'impatto delle azioni a voto plurimo sul processo decisionale dell'assemblea dei soci, introdurre, alternativamente:

- (i) 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
- (ii) l'obbligo che le decisioni dell'assemblea soggette a maggioranza qualificata dei voti espressi ai sensi del diritto nazionale (escluse le decisioni relative alla nomina e alla revoca dei membri degli organi di amministrazione, direzione e vigilanza della società, nonché le decisioni di tali organi sottoposte all'approvazione dell'assemblea generale), siano adottate a maggioranza qualificata, alternativamente, (x) del numero totale dei voti espressi e del capitale sociale rappresentato in assemblea, oppure (y) del numero totale dei soli voti espressi e siano oggetto di una votazione distinta all'interno di ciascuna categoria di azioni i cui diritti sono interessati<sup>66</sup>.

Viene fatta salva la facoltà per gli Stati membri di prevedere ulteriori misure di salvaguardia per assicurare un'adeguata tutela agli azionisti che non detengono azioni a voto plurimo<sup>67</sup>. In particolare, si fa riferimento alle c.d. "*sunset clauses*", ossia le clausole di decadenza dal diritto di voto multiplo<sup>68</sup>.

***Adozione/modifica delle azioni a voto plurimo con delibera dell'assemblea a maggioranza qualificata. Misure di salvaguardia a tutela degli azionisti di minoranza (ex. sunset clauses)***

- Trasparenza

Gli Stati membri devono assicurare che le società quotate (o quotande) in un Mercato PMI o in altro MTF che hanno adottato azioni a voto plurimo mettano a disposizione del pubblico (mediante inclusione nei prospetti o nei documenti di ammissione e nelle relazioni finanziarie annuali) un dettagliato *set* informativo. In particolare, tali informazioni riguardano:

- (a) la struttura azionaria della società, con l'indicazione delle varie categorie di azioni (ivi incluse quelle non ammesse alla negoziazione) e ulteriori specifiche per ciascuna categoria;
- (b) eventuali restrizioni al trasferimento di azioni (ivi incluse quelle derivanti da accordi tra gli azionisti);
- (c) eventuali restrizioni ai diritti di voto delle azioni (ivi incluse quelle derivanti da accordi tra gli azionisti); e
- (d) l'identità degli azionisti con azioni a voto plurimo che detengono più del 5% dei diritti di voto di tutte le azioni nella società (e quella dei soggetti autorizzati a esercitare i diritti di voto per conto di tali azionisti)<sup>69</sup>.

- Recepimento

Gli Stati membri devono adottare opportuni strumenti legislativi per conformarsi alla Direttiva in esame

<sup>65</sup> Art. 4, paragrafo 1, lettera a), della Direttiva Azioni a Voto Plurimo. Ai fini di completezza, si segnala che tale previsione è conforme alla normativa italiana, la quale richiede già la maggioranza qualificata per l'approvazione di qualsiasi modifica statutaria.

<sup>66</sup> Art. 4, paragrafo 1, lettera b), della Direttiva Azioni a Voto Plurimo.

<sup>67</sup> Art. 4, paragrafo 2, della Direttiva Azioni a Voto Plurimo.

<sup>68</sup> Si tratta di clausole che determinano la decadenza dai diritti di voto potenziati connessi alle azioni a voto plurimo al verificarsi di una serie di circostanze. Ad esempio, al verificarsi di un evento specifico (*event-based sunset clauses*) ovvero in caso di trasferimento delle azioni stesse (*transfer-based sunset clauses*) ovvero decorso un determinato periodo di tempo dall'emissione o dall'acquisto delle azioni (*time-based sunset clauses*).

<sup>69</sup> Art. 5, paragrafi 1, 2 e 3, della Direttiva Azioni a Voto Plurimo.

entro 2 anni dalla data di entrata in vigore della stessa, ossia entro dicembre 2026<sup>70</sup>.

È peraltro opportuno segnalare che le società italiane intenzionate ad accedere ad un Mercato PMI sono già oggi legittimate a adottare taluni correttivi al già menzionato principio “*one share one vote*” ai sensi dell’art. 2351, comma 4, del codice civile italiano che consente la creazione di azioni con diritto di voto plurimo. Facoltà preclusa invece alle società già quotate sul mercato regolamentato ai sensi dell’art. 127-*sexies*, comma 1, del D. Lgs. n. 58 del 1998 (“TUF”).

Infine, si ricorda che il legislatore italiano è recentemente intervenuto sulla disciplina del voto plurimo con la c.d. Legge Capitali<sup>71</sup>, introducendo importanti novità in materia. In particolare, la Legge Capitali ha previsto (i) da un lato, la modifica dell’art. 2351 del codice civile, permettendo alle società di prevedere in statuto l’emissione di azioni a voto plurimo fino a un massimo di dieci voti (invece di tre) e (ii) dall’altro, la modifica dell’art. 127-*quinquies* del TUF in materia di voto maggiorato, consentendo agli statuti societari di attribuire un voto maggiorato (fino a un massimo di due voti) per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi e di attribuire un voto ulteriore alla scadenza di ogni successivo periodo di dodici mesi (fino a un massimo complessivo di dieci voti per azione).

...

CLEARY GOTTLIB

---

<sup>70</sup> Art. 7 della Direttiva Azioni a Voto Plurimo.

<sup>71</sup> L. n. 21 del 5 marzo 2024. Per un’analisi più approfondita delle modifiche apportate da tale legge, si veda il nostro precedente *Alert Memorandum*, disponibile [qui](#).

## Allegato 1

Entrata in vigore/Applicazione				
Modifica			Termine	Data stimata
I. Regolamento <i>Listing Act</i>			20 giorni dalla sua pubblicazione in GUUE	dicembre 2024
Regolamento Prospetto	Previsione	Sistema di esenzione a doppia soglia	18 mesi dall'entrata in vigore del Regolamento <i>Listing Act</i>	giugno 2026
		Prospetto UE di <i>follow-on</i>	15 mesi dall'entrata in vigore del Regolamento <i>Listing Act</i>	marzo 2026
		Prospetto di emissione UE della crescita	15 mesi dall'entrata in vigore del Regolamento <i>Listing Act</i>	marzo 2026
MAR		Obbligo di <i>disclosure</i> delle tappe intermedie	18 mesi dall'entrata in vigore del Regolamento <i>Listing Act</i>	giugno 2026
		Disciplina del ritardo	18 mesi dall'entrata in vigore del Regolamento <i>Listing Act</i>	giugno 2026
		Disciplina dei registri <i>insider</i>	9 mesi dall'entrata in vigore del Regolamento <i>Listing Act</i>	settembre 2025
II. Direttiva di Modifica alla MiFID II			20 giorni dalla sua pubblicazione in GUUE *Da recepire entro 18 mesi dalla sua entrata in vigore	dicembre 2024 *giugno 2026
MIFID II	Previsione	Nuovo codice di condotta UE in materia di <i>investment research</i>	12 mesi dall'entrata in vigore della Direttiva di Modifica alla MiFID II	dicembre 2025
III. Direttiva Azioni a Voto Plurimo			20 giorni dalla sua pubblicazione in GUUE *Da recepire entro 2 anni dalla sua entrata in vigore	dicembre 2024 *dicembre 2026