

Bruxelles, 24.5.2018
SWD(2018) 244 final

DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE

SINTESI DELLA VALUTAZIONE D'IMPATTO

che accompagna il documento

Proposta di REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO

**che modifica i regolamenti (UE) n. 596/2014 e (UE) 2017/1129 per quanto riguarda la
promozione dell'uso dei mercati di crescita per le PMI**

{COM(2018) 331 final} - {SEC(2018) 247 final} - {SWD(2018) 243 final}

Scheda di sintesi
Valutazione d'impatto della proposta della Commissione volta a promuovere i mercati di crescita per le PMI
A. Necessità di intervenire
Per quale motivo? Qual è il problema da affrontare?
L'iniziativa è centrale nel programma di lavoro per la realizzazione dell'Unione dei mercati dei capitali (UMC) e mira a facilitare l'accesso ai mercati pubblici dei capitali per le piccole e medie imprese (PMI). In particolare, essa è volta a ridurre gli oneri amministrativi eccessivi che gravano sulle PMI che intendono quotarsi in borsa o emettere titoli azionari e obbligazioni e a migliorare il livello di liquidità dei mercati di crescita per le PMI (una nuova categoria di sistemi multilaterali di negoziazione, introdotta dalla direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID II)). Il complesso normativo dell'UE attualmente prevede solo poche semplificazioni per gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI, ai quali impone costi sproporzionatamente elevati. Ciò vale in particolare per gli approcci generici, come quelli previsti dal regolamento (UE) n. 596/2014 sugli abusi di mercato. Tali costi riducono l'attrattiva relativa delle emissioni pubbliche di capitale o di debito. Inoltre, le azioni delle PMI sono caratterizzate da scarsa liquidità. Ciò aumenta i rischi connessi alla liquidità e alla volatilità per gli investitori, il che riduce le valutazioni dei titoli azionari. Inoltre, l'attuale definizione di PMI emittenti di debito (ai fini dei mercati di crescita per le PMI) e l'obbligo per tali emittenti di redigere relazioni semestrali creano notevoli ostacoli per gli operatori e impediscono alle PMI emittenti di debito di avvalersi delle semplificazioni già disponibili, nonché di quelle previste dalla presente iniziativa.
Qual è l'obiettivo dell'iniziativa?
L'iniziativa dovrebbe ridurre i costi amministrativi sostenuti dalle PMI quotate e aumentare il livello di liquidità sui mercati di crescita per le PMI. Insieme alle azioni di tipo normativo e non normativo adottate nell'ambito del programma di lavoro per l'Unione dei mercati dei capitali, l'iniziativa aumenterà l'attrattiva relativa dei mercati pubblici e migliorerà l'accesso ai finanziamenti per le PMI. Ciò ridurrà la dipendenza delle PMI dai finanziamenti bancari, il che aumenterà la loro resilienza agli shock economici e arrecherà vantaggi all'intera economia.
Qual è il valore aggiunto dell'intervento a livello dell'UE?
Poiché non vi è quasi alcuna flessibilità per gli Stati membri di adeguare alle condizioni locali la seconda direttiva sui mercati degli strumenti finanziari, il regolamento sugli abusi di mercato o il regolamento 2017/1129 relativo al prospetto, è assolutamente necessaria un'azione legislativa a livello UE per ridurre gli oneri amministrativi che gravano sugli emittenti dei mercati di crescita per le PMI e derivanti dai suddetti atti normativi dell'Unione. Per quanto riguarda gli ostacoli normativi che pregiudicano la fornitura di liquidità, la logica d'intervento dell'UE è diversa. Gli Stati membri possono adottare prassi di mercato ammesse per i contratti di liquidità, ma solo quattro di essi lo hanno fatto. Ciò significa che in molti Stati membri le potenziali PMI emittenti sono private del diritto di sottoscrivere contratti di liquidità. Tale situazione determina la frammentazione del mercato unico e la distorsione della concorrenza tra gli emittenti che hanno la facoltà di sottoscrivere un contratto di liquidità (e quindi di assicurare liquidità, ridurre il costo del capitale e così via) e quelli che non hanno questa facoltà. Attività di negoziazione limitate dovute al flottante limitato possono portare gli investitori ad avere una percezione negativa della liquidità dei titoli quotati sui mercati di crescita per le PMI e compromettere la credibilità e l'attrattiva di queste nuove sedi di negoziazione. È necessaria un'azione a livello dell'UE per affrontare adeguatamente i problemi individuati a livello di regolamentazione derivanti dalle norme UE e aumentare la liquidità su tali mercati.
B. Soluzioni
Quali opzioni strategiche legislative e di altro tipo sono state prese in considerazione? Ne è stata prescelta una? Per quale motivo?
L'opzione di base in tutti i casi è stata di non proporre alcuna modifica della normativa applicabile ai mercati di crescita per le PMI e agli emittenti di tali mercati. Sebbene possano contribuire a migliorare ulteriormente il contesto di mercato e contribuire al conseguimento degli obiettivi dell'iniziativa, le opzioni d'intervento non legislative non sono state considerate strumenti efficaci per affrontare i problemi specifici. Le opzioni d'intervento prescelte sono state individuate in base alla loro efficacia ed efficienza nel i) ridurre i costi di conformità sostenuti dagli emittenti sui mercati di crescita per le PMI e ii) aumentare la liquidità sui mercati di crescita per le PMI e allo stesso tempo iii) preservare un elevato livello di tutela degli investitori e di integrità del mercato. Gli adeguamenti normativi preferiti in materia di liquidità sono stati scelti per la loro

capacità di migliorare efficacemente la liquidità e di mantenere nel contempo una flessibilità sufficiente per poter essere adattati alle condizioni locali dei mercati. Ciò dovrebbe contribuire ad aumentarne l'efficacia. L'analisi ha dimostrato che l'approccio migliore sarebbe quello di attuare un regime di adesione volontaria per i contratti di liquidità e di obbligare i mercati di crescita per le PMI ad applicare requisiti minimi in materia di flottante, senza ulteriori precisazioni.

Le misure preferite per la riduzione dei costi di conformità sono state selezionate per la loro capacità di ridurre i costi, pur preservando un elevato livello di integrità del mercato. L'analisi delle opzioni ha portato a proporre modifiche tecniche che prevedono alcune semplificazioni per quanto concerne l'ambito di applicazione, i termini per la comunicazione delle informazioni e gli obblighi in materia di registrazioni, derivanti in particolare dal regolamento sugli abusi di mercato. Si è inoltre deciso di permettere alle PMI di utilizzare un "prospetto di trasferimento" semplificato per il passaggio da un mercato di crescita per le PMI a un mercato regolamentato ("mercato principale").

Chi sono i sostenitori delle varie opzioni?

La consultazione dei portatori di interesse e le azioni di consultazione preventiva hanno evidenziato un ampio sostegno agli adeguamenti normativi volti ad agevolare l'accesso delle PMI ai mercati pubblici dei capitali. I portatori di interesse hanno rilevato, in particolare, che l'approccio unico per tutte le situazioni previsto dal regolamento sugli abusi di mercato grava i piccoli emittenti di oneri sproporzionati. In generale, gli emittenti, le borse e gli intermediari hanno chiesto semplificazioni mirate per ridurre i costi amministrativi, in particolare per quanto riguarda le operazioni effettuate dalle persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione, gli elenchi delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate e la divulgazione di informazioni privilegiate. Anche gli Stati membri si sono dichiarati a favore di tale azione, asserendo tuttavia che le modifiche apportate dovrebbero evitare di incidere negativamente sull'integrità del mercato. I portatori di interesse si sono espressi favorevolmente anche in relazione all'introduzione di un "prospetto di trasferimento" semplificato.

Per quanto concerne l'adeguamento delle definizioni, è emerso un ampio sostegno a favore della modifica della definizione di PMI emittenti di debito. Le risposte sono state meno definitive per quanto riguarda la definizione generale dei mercati di crescita per le PMI. Molti portatori di interesse si sono dichiarati favorevoli all'innalzamento della soglia di capitalizzazione di mercato, mentre altri hanno sottolineato che un'azione di questo tipo sarebbe prematura. Sulla base delle risposte ricevute e di un'ulteriore analisi, l'opzione preferita è risultata essere quella di lasciare invariata la situazione attuale per quanto riguarda la definizione dei mercati di crescita per le PMI (ad eccezione della definizione di PMI emittente di debito).

Per quanto riguarda le misure volte a migliorare la liquidità, i partecipanti al mercato hanno ampiamente riconosciuto i vantaggi dei contratti di liquidità. La maggior parte dei portatori di interesse che hanno espresso un parere ritiene che sia opportuno definire un quadro dell'UE, anche se molti hanno insistito sulla necessità di mantenere la flessibilità di poter adattare tali contratti alle condizioni locali. Alcune autorità nazionali competenti hanno espresso il timore che tali prassi potrebbero dar luogo a comportamenti di manipolazione dei prezzi. Altre autorità nazionali competenti tuttavia ritengono che non ci sia da preoccuparsi, a condizione che il quadro sia calibrato per evitare le manipolazioni che le attuali prassi di mercato ammesse consentono. Per quanto riguarda il flottante obbligatorio minimo, i partecipanti alla consultazione sono equamente ripartiti tra sostenitori e oppositori di una misura di questo tipo.

C. Impatto dell'opzione prescelta

Quali sono i vantaggi dell'opzione prescelta (o in mancanza di quest'ultima, delle opzioni principali)?

Le opzioni prescelte per il regolamento sugli abusi di mercato offrono il giusto equilibrio tra riduzione dei costi amministrativi per la quotazione delle PMI e mantenimento di un elevato livello di integrità del mercato. Al tempo stesso, esse consentono di evitare un aumento significativo dei costi per i bilanci nazionali e dell'UE. Le misure in materia di liquidità permettono agli emittenti di migliorare la liquidità delle loro azioni mediante la sottoscrizione di contratti di liquidità, e mantengono nel contempo una flessibilità sufficiente affinché le autorità nazionali di regolamentazione possano adattare le prassi di mercato alle condizioni locali. Il flottante obbligatorio offre ai gestori del mercato la stessa flessibilità di calibrazione. Il "prospetto di trasferimento" previsto consente di realizzare risparmi significativi agli emittenti che passano ai mercati principali, assicurando nel contempo che gli investitori dispongano di informazioni sufficienti.

Quali sono i costi dell'opzione prescelta (o in mancanza di quest'ultima, delle opzioni principali)?
Agli adeguamenti normativi proposti non sono connessi costi significativi. Vi sono invece implicazioni minime in termini di costi per le autorità nazionali competenti (cfr. di seguito).
Quale sarà l'incidenza su aziende, PMI e microimprese?
Le PMI beneficeranno di costi di adeguamento alla normativa ridotti e di una maggiore liquidità al momento della quotazione sui mercati di crescita per le PMI. Ciò consentirà loro di diversificare le fonti di finanziamento diverse dal credito bancario e di rafforzare la loro capacità complessiva di ottenere finanziamenti, il che favorirà una maggiore crescita e accrescerà la capacità delle PMI di investire in ricerca e sviluppo.
L'impatto sui bilanci e sulle amministrazioni pubbliche sarà considerevole?
Non vi saranno ripercussioni significative sui bilanci nazionali. Gli adeguamenti normativi proposti comporteranno costi una tantum minimi per le autorità nazionali competenti, connessi alla necessità di apportare modifiche alle procedure interne. I costi correnti dovrebbero rimanere invariati o diminuire leggermente. Le semplificazioni previste dal regolamento sugli abusi di mercato consentiranno di ridurre il carico di lavoro delle autorità nazionali competenti in relazione agli elenchi di persone aventi accesso a informazioni privilegiate, ai ritardi nella comunicazione di informazioni privilegiate e ai sondaggi di mercato. Al tempo stesso, tali autorità potrebbero ritenere necessario rafforzare altre misure di vigilanza (ad esempio, il monitoraggio dell'esecuzione dei contratti di liquidità).
Sono previsti altri impatti significativi?
Non sono previsti altri impatti significativi.
D. Tappe successive
Quando saranno riesaminate le misure proposte?
Nell'ambito del più ampio piano per migliorare l'accesso delle PMI ai mercati pubblici previsto dalla revisione intermedia dell'Unione dei mercati dei capitali, i servizi della Commissione seguiranno lo sviluppo dei mercati di crescita per le PMI e l'accesso delle PMI ai finanziamenti sul mercato dei capitali e valuteranno l'efficacia delle misure adottate in linea con l'approccio "Legiferare meglio".