CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETA' E LA BORSA

# Modifiche dei regolamenti in materia di emittenti, intermediari e mercati per l'adeguamento al *Listing Act* e alle modifiche in materia di appello al pubblico risparmio derivanti dal d.lgs. n. 47/2026

## RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEGLI ESITI DELLA CONSULTAZIONE DELLE CONSEGUENZE SULLA REGOLAMENTAZIONE, SULL'ATTIVITÀ DELLE IMPRESE E DEGLI OPERATORI E SUGLI INTERESSI DEGLI INVESTITORI E DEI RISPARMIATORI

**6 novembre 2026**

## 1. 1. MOTIVAZIONI E OBIETTIVI DEL PROVVEDIMENTO

Nel giugno 2026 la Consob ha sottoposto alla consultazione del mercato le proposte di modifica del Regolamento Emittenti, del Regolamento Mercati e del Regolamento Intermediari volte, da un lato, ad adeguare la disciplina secondaria alle novità introdotte dal pacchetto europeo *Listing Act* e dal decreto legislativo 29 aprile 2026, n. 86[1] e, dall'altro, a realizzare un primo coordinamento della disciplina dell'appello al pubblico risparmio, e in particolare delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio, a seguito delle modifiche al TUF introdotte dal decreto legislativo 27 marzo 2026, n. 47[2].

Il pacchetto *Listing Act* si colloca nella strategia europea di rafforzamento dei mercati dei capitali e mira a rendere l'accesso al mercato più semplice e proporzionato, soprattutto per le imprese di minori dimensioni, preservando al contempo adeguati livelli di trasparenza e tutela degli investitori. Le modifiche oggetto nella consultazione riguardano, in particolare, la disciplina dei prospetti e

[1] Il decreto legislativo 29 aprile 2026, n. 86 (pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 21 maggio 2026) ha apportato una revisione della disciplina contenuta nel TUF, per l'attuazione nell'ordinamento nazionale del pacchetto europeo *Listing Act*, comprendente il regolamento (UE) 2024/2809 (c.d. Regolamento *Listing act*) e la direttiva (UE) 2024/2811 (c.d. Direttiva *Listing act*).

[2] Di attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, 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, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento.

delle offerte sottosoglia, i requisiti per l'ammissione alle negoziazioni, i mercati di crescita per le PMI e la ricerca finanziaria.

Con riferimento all'appello al pubblico risparmio, il nuovo quadro normativo ha innalzato a 12 milioni di euro la soglia al di sotto della quale le offerte pubbliche di titoli sono esentate dall'obbligo di pubblicazione del prospetto (art. 100, TUF). La consultazione ha quindi esaminato l'opportunità di allineare alla medesima soglia le offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli, nonché la diversa questione della soglia quantitativa rilevante ai fini della definizione di OPA/OPS, ora rimessa alla disciplina regolamentare della Consob. È stato inoltre posto al mercato il tema dell'eventuale introduzione di un documento informativo per le offerte di titoli comprese tra 8 e 12 milioni di euro (secondo quanto previsto dall'art. 95, comma 1, TUF).

In materia di mercati, l'intervento ha dato attuazione alla nuova disciplina europea del flottante, che riduce al 10% la soglia minima e consente di utilizzare criteri alternativi per verificare la sufficiente diffusione delle azioni (art. 66.1, TUF). Sono state inoltre proposte modifiche relative ai mercati di crescita per le PMI, anche in relazione alla possibilità di registrare come tali singoli segmenti di sistemi multilaterali di negoziazione (art. 69, TUF).

Quanto alla ricerca finanziaria, le proposte hanno riguardato gli obblighi di conservazione relativi ai costi della ricerca e la disciplina della ricerca sponsorizzata dall'emittente, comprensiva di un regime transitorio volto a consentire agli operatori l'adeguamento al codice di condotta dell'Unione europea (art. 21-*bis*, TUF). Infine, sono state sottoposte al mercato modifiche di coordinamento della disciplina regolamentare delle OPA/OPS con la riforma del TUF recata dal d.lgs. n. 47/2026.

Nel complesso, l'intervento di riforma regolamentare è finalizzato a rendere il quadro regolamentare coerente con le innovazioni introdotte a livello di normativa primaria, perseguendo al contempo obiettivi di semplificazione, proporzionalità e maggiore accessibilità dei mercati dei capitali, senza ridurre i presìdi di trasparenza e tutela degli investitori.

## 2. ESITI DELLA CONSULTAZIONE E ANALISI DI IMPATTO DELLA REGOLAMENTAZIONE

### 2.1. Risposte dei soggetti interessati

La consultazione si è conclusa il 20 luglio 2026. In risposta al questionario contenuto nel documento di consultazione sono pervenuti n. 8 contributi. La seguente tabella sintetizza la composizione degli *stakeholder* che hanno trasmesso contributi e i principali ambiti sui quali si sono concentrate le rispettive osservazioni.

| Rispondente | Tipologia di stakeholder | Principali ambiti del contributo |
|---|---|---|
| **AMF Italia – Associazione Intermediari Mercati Finanziari** | Associazione rappresentativa di intermediari e operatori dei mercati | Offerte sottosoglia e OPA/OPS; flottante; ricerca finanziaria; coordinamento OPA/OPS; best price rule e diritto di acquisto |
| **Assonime** | Associazione rappresentativa delle società per azioni | Offerte sottosoglia e OPA/OPS; flottante; mercati di crescita per le PMI; ricerca finanziaria; coordinamento OPA/OPS |
| **AssoNext** | Associazione rappresentativa di società quotate e PMI | Offerte sottosoglia e OPA/OPS; flottante; mercati di crescita per le PMI; ricerca finanziaria; semplificazione OPA/OPS; best price rule |
| **Assogestioni** | Associazione rappresentativa dell'industria del risparmio gestito | Ricerca finanziaria; disciplina degli incentivi; obblighi relativi ai costi della ricerca |
| **Associazione Voce degli Azionisti – Franco Corti** | Associazione rappresentativa degli azionisti / investitori | Trasparenza delle offerte tra 8 e 12 milioni; mercati di crescita per le PMI; trasparenza delle discrezionalità statutarie |
| **Borsa Italiana** | Gestore di infrastrutture di mercato | Offerte sottosoglia e OPA/OPS; flottante; mercati di crescita per le PMI; coordinamento OPA/OPS |
| **LEXIA** | Studio legale / professionisti | Offerte sottosoglia e OPA/OPS; flottante; mercati di crescita per le PMI; ricerca finanziaria; coordinamento OPA/OPS |
| **Graziano Vanni** | Partecipante individuale | Appello al pubblico risparmio; flottante; mercati di crescita per le PMI; coordinamento OPA/OPS |

I contributi sono pubblicati sul sito internet della Consob.

### 2.2. Esiti della consultazione

Di seguito, si riporta la sintesi delle principali osservazioni pervenute in risposta ai quesiti formulati nel documento di consultazione sopra richiamato, unitamente alle relative valutazioni. Per un esame del testo finale delle disposizioni regolamentari si rinvia alla Sezione 3 del presente documento.

#### 2.2.1 MODIFICHE IN MATERIA DI APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO

Per quanto concerne la disciplina dell'**appello al pubblico risparmio**, a seguito delle modifiche apportate dal d.lgs. n. 86/2026, è stata innalzata da 8 a 12 milioni di euro la soglia (su base annuale) al di sotto della quale le offerte pubbliche di titoli (*i.e.* i valori mobiliari e le quote di fondi chiusi) non sono assoggettate all'obbligo di pubblicazione del prospetto (art. 100, TUF), in linea con quanto previsto dalla normativa europea sui prospetti[3].

In considerazione di ciò, sebbene la richiamata soglia di esenzione sia direttamente applicabile – senza che sia necessaria una specifica disposizione attuativa – è stato proposto di modificare il testo dell'**art. 34-*ter***, **comma 01**, del Regolamento Emittenti, con una previsione di natura meramente ricognitiva, al fine di chiarire espressamente che le offerte di controvalore inferiore a 12 milioni di euro sono esenti dal prospetto. Ciò allo scopo di rendere più agevole la ricostruzione del quadro normativo di riferimento, senza necessità di fare riferimento ad altre fonti normative.

#### a) Soglia di esenzione per le offerte di prodotti finanziari diversi dai titoli

Nell'ottica del coordinamento della disciplina in materia, è stato proposto di innalzare da 8 a 12 milioni di euro la soglia di esenzione applicabile alle offerte di prodotti finanziari diversi dai titoli (fuori dall'ambito del Regolamento Prospetto), così da mantenerla allineata alla nuova soglia europea applicabile alle offerte di titoli. La proposta regolamentare deriva dall'esigenza di preservare la linearità del sistema delle esenzioni, ridurre la complessità regolamentare ed evitare differenziazioni non giustificate tra fattispecie affini.

---

[3] L'art. 3 del Reg. Prospetto, come modificato dal reg. 2809/2024, prevede infatti:
"*2. Fatto salvo l'articolo 4, le offerte pubbliche di titoli sono esentate dall'obbligo di pubblicazione del prospetto di cui al paragrafo 1, a condizione che:*
*a) tali offerte non siano subordinate a una notifica di cui all'articolo 25;*
*b) il corrispettivo aggregato totale nell'Unione dei titoli offerti sia inferiore a 12 000 000 EUR per emittente o offerente, calcolato su un periodo di 12 mesi.*
*2 bis. In deroga al paragrafo 2, lettera b), gli Stati membri possono esentare offerte pubbliche di titoli dall'obbligo di pubblicazione del prospetto di cui al paragrafo 1, a condizione che il corrispettivo aggregato totale nell'Unione dei titoli offerti sia inferiore a 5 000 000 per emittente o offerente, calcolato su un periodo di 12 mesi. 2 ter. Gli Stati membri notificano la Commissione e l'ESMA qualora decidano di adottare la soglia di esenzione di 5 000 000 di cui al paragrafo 2 bis. Gli Stati membri notificano la Commissione e l'ESMA anche qualora decidano successivamente di adottare invece la soglia di esenzione di 12 000 000 di cui al paragrafo 2, lettera b). 2 quater. Il corrispettivo aggregato totale dei titoli offerti al pubblico di cui al paragrafo 2, lettera b), e al paragrafo 2 bis tiene conto del corrispettivo aggregato totale di tutte le offerte pubbliche di titoli in corso e di tutte le offerte pubbliche di titoli effettuate nei 12 mesi precedenti la data di avvio di una nuova offerta pubblica di titoli, ad eccezione delle offerte pubbliche di titoli per le quali è stato pubblicato un prospetto o che erano soggette a qualsiasi disposizione di esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto a norma dell'articolo 1, paragrafo 4, primo comma. Inoltre, il corrispettivo aggregato totale dei titoli offerti al pubblico include tutti i tipi e le classi di titoli offerti*".

È stato formulato il seguente quesito:

> ***Q.1*** *Si ritiene condivisibile l'allineamento a 12 milioni di euro della soglia di esenzione anche per le offerte di prodotti finanziari diversi dai titoli, in coerenza con la nuova soglia prevista per le offerte di titoli dal Regolamento Prospetto?*

- *Osservazioni pervenute*

I contributi pervenuti hanno condiviso la proposta di allineamento a 12 milioni di euro della soglia di esenzione anche per le offerte di prodotti finanziari diversi dai titoli. In particolare, è stato sottolineato che l'allineamento preserva l'impostazione storicamente adottata dall'ordinamento nazionale, evita differenziazioni non giustificate tra discipline affini, riduce la complessità e limita possibili fenomeni di arbitraggio regolamentare; è stato inoltre rilevato che le evidenze applicative disponibili non mostrano ragioni per un trattamento differenziato né particolari criticità per la tutela degli investitori o per la vigilanza (in questo senso **Assonime, Borsa Italiana, LEXIA**), consentendo di ridurre gli oneri informativi a beneficio dell'accesso ai mercati dei capitali per le imprese di minori dimensioni (**AssoNext**).

- *Valutazioni*

Le osservazioni pervenute confermano le ragioni poste a fondamento della proposta. Si è ritenuto pertanto di confermare l'innalzamento a 12 milioni di euro della soglia prevista dall'art. 34-*ter*, comma 1, lett. c), del RE, per le offerte pubbliche aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli.

**b) Regime di trasparenza per le offerte di titoli comprese tra 8 e 12 milioni di euro**

Il Legislatore ha demandato alla potestà regolamentare della Consob la definizione di eventuali obblighi informativi per le offerte comprese tra 8 e 12 milioni di euro (art. 95, comma 1, TUF), attraverso la previsione di un documento dal contenuto informativo analogo a quello della nota di sintesi del prospetto, non soggetto ad approvazione da parte dell'Autorità, conformemente a quanto previsto dalla disciplina europea. In sede di consultazione è stato proposto di non esercitare la delega regolamentare prevista dall'art. 95 del TUF (e dunque di non introdurre un obbligo generalizzato di predisposizione e pubblicazione di una informativa per le offerte di titoli comprese tra 8 e 12 milioni di euro)[4], confermando invece l'informativa societaria già prevista dall'art. 72,

[4] L'art. 95, comma 1, lett. a-bis), del TUF, demanda alla Consob il potere di stabilire in via regolamentare "*per le offerte pubbliche di titoli in esenzione dall'obbligo del prospetto, ai sensi dell'articolo 3, paragrafi 2 e 2-quinquies, del regolamento prospetto, gli eventuali obblighi informativi in capo agli emittenti, purché il controvalore di tali offerte sia superiore a otto milioni di euro*". A sua volta, l'art. 3, par. 2-*quinquies* del Regolamento Prospetto, prevede che "*Quando un'offerta pubblica di titoli è esentata dall'obbligo di pubblicazione del prospetto a norma del paragrafo 2, lettera b), o del paragrafo 2 bis, lo Stato membro può imporre all'emittente di depositare e rendere disponibile al pubblico, in conformità di quanto disposto all'articolo 21, paragrafo 2, un documento contenente le informazioni di cui all'articolo 7, paragrafi da 3 a 10 e paragrafo 12, oppure un documento contenente gli obblighi informativi a*

comma 1-*bis*, del Regolamento Emittenti e dall'Allegato 3A per determinate operazioni di rafforzamento patrimoniale delle società quotate[5].

È stato formulato il seguente quesito:

> ***Q.3*** *Si condivide la scelta di non introdurre un documento informativo per le offerte pubbliche di titoli comprese tra 8 e 12 milioni di euro? In caso contrario, si prega di fornire le motivazioni a supporto.*

- *Osservazioni pervenute*

La consultazione ha sostanzialmente confermato la scelta di non introdurre un documento informativo generalizzato. In particolare, un rispondente (**Assonime**) ha richiamato, tra l'altro, il rischio che un documento assimilabile alla nota di sintesi riduca la flessibilità della nuova soglia e induca gli investitori a ritenere disponibile un'informativa comparabile a quella del prospetto. E' stato inoltre rilevato che obblighi documentali ulteriori sarebbero eccessivi rispetto alla dimensione delle operazioni e potrebbero scoraggiare le imprese minori dal ricorso al mercato (**AssoNext**, **Borsa Italiana**).

Di diverso avviso un rispondente (**Associazione Voce degli Azionisti**) che ritiene che il regime di trasparenza per le offerte comprese tra 8 e 12 milioni di euro dovrebbe dare specifica evidenza alle discrezionalità introdotte dagli emittenti in via statutaria. Secondo il rispondente, tali informazioni dovrebbero essere facilmente accessibili, senza imporre all'investitore, in particolare retail, la lettura integrale dello statuto, così da consentire una più immediata individuazione dei rischi connessi all'adesione all'offerta. Infine, in un altro contributo (**Graziano Vanni**) è stata sostenuta la pubblicazione sul sito dell'offerente di un documento informativo semplificato, non soggetto ad approvazione preventiva della Consob, redatto in italiano, focalizzato sui rischi e suscettibile di rinviare ad altri documenti pubblici dell'offerente.

- *Valutazioni*

Le osservazioni ricevute confermano nella sostanza l'impostazione sottoposta a consultazione. L'introduzione di un obbligo di deposito e di pubblicazione di un "*documento*" contenente

*livello nazionale, a condizione che la misura e il livello di tali informazioni siano equivalenti o minori rispetto alle informazioni di cui all'articolo 7, paragrafi da 4 a 10, e paragrafo 12*".

[5] La disciplina regolamentare della Consob prevede, nell'ambito della diversa disciplina dell'informazione societaria, un rafforzamento dell'informativa che una società quotata deve fornire in occasione di un aumento di capitale nel caso in cui quest'ultimo avvenga attraverso l'emissione a pagamento di titoli di capitale mediante offerta al pubblico per un importo inferiore a 8.000.000 di euro in esenzione dall'obbligo di prospetto (art. 72, comma 1-*bis*, del RE). L'Allegato 3A del citato regolamento richiede per tali operazioni che la società quotata fornisca nella relazione del consiglio di amministrazione per l'assemblea straordinaria, ovvero (quando la delibera di aumento di capitale è di competenza dell'organo amministrativo) nel relativo comunicato stampa *price sensitive*, di fornire informazioni riguardanti la stima del capitale circolante netto a data recente, la stima del fabbisogno finanziario netto del successivi 12 mesi, la misura in cui i proventi dell'offerta saranno sufficienti alla copertura di tale fabbisogno e in caso negativo gli ulteriori interventi previsti per la sua copertura, la destinazione degli eventuali proventi dell'aumento di capitale eccedenti il fabbisogno finanziario.

informazioni analoghe a quelle previste nella nota di sintesi (*summary*) del prospetto – ossia informazioni chiave concernenti l'emittente, l'offerente, le caratteristiche dei titoli e dell'offerta, nonché i principali rischi – potrebbe risultare di dubbia efficacia dal punto di vista della tutela degli investitori, in assenza di un obbligo di aggiornamento (*i.e.* supplemento) sulla situazione dell'emittente e sui fattori di rischio. A fronte di ciò, la Consob non disporrebbe di un potere di approvazione preventiva del suddetto documento, ma solo di un potere di verifica di tipo *ex post* delle informazioni (già) rese note al pubblico, con il rischio che gli investitori possano essere indotti in errore da informazioni sostanzialmente incomplete o presentate in modo tale da alterare l'affidabilità di esse o la percezione della rischiosità dell'investimento.

Ciò anche in considerazione del fatto che con riferimento alle società quotate che emettono nuovi titoli di capitale sussiste già una base informativa per le offerte sottosoglia, che è stata adeguata (tramite modifica dell'art. 72 del Regolamento Emittenti e nell'Allegato 3A) al nuovo importo di 12 milioni di euro. Ciò non preclude una eventuale rivalutazione della scelta di *policy* alla luce dell'esperienza applicativa e delle evidenze che potranno essere acquisite dall'attività di vigilanza.

### c) Soglia rilevante ai fini della nozione di OPA/OPS

Il decreto legislativo n. 86/2026 ha modificato la definizione di OPA/OPS [contenuta nell'art. 1, co. 1, lett. *v)*, del TUF], demandando ad un apposito regolamento della Consob la determinazione del "*numero di soggetti*" e dell'"*ammontare complessivo*", rilevanti ai fini della qualificazione della fattispecie di "*offerta pubblica di acquisto e scambio*".

In ragione del venir meno dell'automatico collegamento tra la soglia di esenzione dal prospetto e la soglia rilevante ai fini della definizione di OPA/OPS [precedentemente disposto dell'art. 1, comma 1, lett. v), del TUF]. Nel documento di consultazione è stato proposto, nelle more di una più ampia revisione del Regolamento Emittenti, di mantenere a 8 milioni di euro il controvalore rilevante, unitamente al requisito di oltre 150 destinatari, sulla base dell'analisi di impatto svolta con particolare riferimento ai precedenti casi di OPA aventi ad oggetto titoli emessi da società con azioni negoziate su MTF (v. art. 35-*bis* del RE).

È stato dunque formulato il seguente quesito:

> ***Q.2*** *Nel nuovo quadro normativo, in cui la determinazione dell'ammontare complessivo rilevante ai fini della nozione di OPA è rimessa alla disciplina regolamentare della Consob e non è più automaticamente collegata alla soglia di esenzione dal prospetto, si ritiene che l'attuale soglia pari a 8 mln/€ sia adeguata alla luce delle caratteristiche del mercato italiano e delle valutazioni contenute nell'analisi preliminare degli impatti della regolamentazione? Nel caso si ritenga invece opportuno aggiornare la soglia, si prega di fornire una proposta indicando le motivazioni a supporto.*

- *Osservazioni pervenute*

Sul punto le posizioni risultano differenziate. Un rispondente (**AMF Italia**) ha evidenziato che la coesistenza di soglie diverse per le offerte pubbliche di acquisto e vendita (rispettivamente a 8 e 12

milioni) determinerebbe asimmetrie e complessità non coerenti con gli obiettivi del *Listing Act* e della riforma del TUF, richiamando inoltre il limitato impatto quantitativo dell'innalzamento della soglia OPA e proponendo, in via subordinata, un documento di OPA semplificato, di massimo trenta pagine, non sottoposto ad approvazione preventiva. In altro contributo (**AssoNext**) si è sostenuta l'opportunità di uniformare le due soglie, richiamando esigenze di proporzionalità e semplificazione a beneficio delle PMI quotate, proponendo un documento semplificato per le OPA/OPS sottosoglia. Un altro rispondente (**Assonime**) ha osservato che la differenziazione tra le soglie non risulterebbe sufficientemente giustificata e che le ragioni di riduzione degli oneri per operazioni di dimensioni contenute possono valere anche per le OPA. Un altro contributo (**LEXIA**) ha privilegiato la linearità del quadro normativo e la proporzionalità degli oneri, pur riconoscendo che la soglia di 8 milioni potrebbe apparire maggiormente prudenziale, in particolare per le OPA su titoli negoziati su *Euronext Growth Milan*.

Di diverso tenore, un rispondente (**Borsa Italiana**) ha condiviso il mantenimento dell'attuale soglia di 8 milioni di euro, ritenendo contenuti i benefici di un eventuale innalzamento e attribuendo rilievo alla conservazione di adeguati presidi di trasparenza e tutela degli investitori nelle operazioni suscettibili di incidere sul controllo societario, soprattutto nei segmenti del mercato meno liquidi e con assetti proprietari più concentrati.

- *Valutazioni*

Le osservazioni pervenute in sede di consultazione sul punto non hanno evidenziato un orientamento pienamente condiviso. Nondimeno, la maggioranza dei rispondenti si è espressa in senso favorevole all'innalzamento da 8 a 12 milioni di euro della soglia di controvalore rilevante ai fini dell'applicazione della disciplina delle OPA/OPS, richiamando i benefici attesi in termini di semplificazione del quadro regolamentare e di riduzione degli oneri connessi alle operazioni di minore controvalore.

Tuttavia, la valutazione dell'opportunità di modificare la soglia deve tenere conto non soltanto dei benefici di semplificazione prospettati dai partecipanti alla consultazione, ma anche delle conseguenze derivanti dalla contrazione dell'ambito di applicazione della disciplina dell'OPA/OPSc e della relativa vigilanza della Consob. Le suddette offerte spesso coincidono con l'uscita dal mercato dell'emittente le cui azioni sono oggetto dell'OPA/OPSc, ad un prezzo determinato volontariamente dall'offerente (non sempre coincidente con l'effettivo valore sottostante alle azioni). In considerazione di dette circostanze appaiono auspicabili maggiori presidi di trasparenza assicurati attraverso l'approvazione dei documenti OPA da parte della Consob. A tale riguardo, anche le evidenze rappresentate in sede di analisi di impatto, non smentite dalle risposte alla consultazione, mostrano che gli effetti dell'intervento assumerebbero un'incidenza non trascurabile su *Euronext Growth Milan*, dove le caratteristiche dimensionali degli emittenti rendono particolarmente rilevante l'esigenza di preservare adeguati presìdi di trasparenza e tutela degli investitori.

Alla luce di tali considerazioni, non emergono allo stato elementi idonei a dimostrare che i benefici derivanti dall'innalzamento della soglia siano tali da controbilanciare gli effetti connessi alla conseguente riduzione del perimetro di applicazione della disciplina delle OPA/OPSc. Si ritiene

pertanto di confermare l'attuale soglia di 8 milioni di euro, fermo restando che la relativa adeguatezza potrà essere riesaminata nell'ambito della più ampia revisione del Regolamento Emittenti conseguente alla recente riforma del mercato dei capitali.

Per altro verso, il mantenimento della soglia di 8 milioni di euro può comportare il caso in cui sia promossa una offerta pubblica di scambio avente ad oggetto titoli di nuova emissione, che non sarebbero accompagnati da un prospetto (con un controvalore inferiore a 12 milioni di euro).

In tale evenienza, l'investitore oblato potrebbe non disporre dunque di un adeguato *set* informativo in merito a tali titoli. Per colmare il *gap*, è stata inserita una modifica all'Allegato 2A del RE, in forza della quale, nel caso di OPSc in cui siano offerti, appunto, titoli (o prodotti finanziari) di controvalore compreso da 8 e 12 milioni di euro, dovranno essere inserite nel documento d'offerta informazioni chiave concernenti l'emittente, l'offerente, le caratteristiche dei titoli e dell'offerta, nonché i principali rischi, in linea con quanto previsto per la nota di sintesi ("*summary*") dall'art. 7, par. 4-10 e 12, del Regolamento Prospetto (*v. articolato*).

Ciò potrà consentire agli investitori di pervenire a un giudizio con cognizione di causa anche con riferimento alle caratteristiche dei titoli di nuova emissione offerti in scambio (informazioni che altrimenti non sarebbero disponibili agli oblati).

### 2.2.2 MODIFICHE IN MATERIA DI MERCATI

#### a) Flottante minimo e criteri alternativi di sufficiente diffusione

Uno degli elementi di novità della nuova disciplina introdotta dal *Listing Act*[6] è rappresentato dalla revisione del requisito del "flottante", inteso quale quota del capitale necessaria per la quotazione di un emittente, rappresentata da azioni diffuse presso il pubblico e potenzialmente disponibili per la negoziazione, con esclusione delle partecipazioni detenute da azionisti di controllo e soci

[6] Il pacchetto europeo ha modificato la direttiva 2014/65/UE (MiFID II) introducendo, tra l'altro, il nuovo art. 51-*bis* in materia di condizioni per l'ammissione delle azioni alla negoziazione nei mercati regolamentati. La riforma europea persegue l'obiettivo di rendere più agevole e flessibile l'accesso delle imprese ai mercati dei capitali dell'Unione, intervenendo anche sui requisiti relativi alla diffusione delle azioni presso il pubblico. Con il nuovo art. 51-*bis* della MiFID II, la soglia di riferimento viene significativamente ridotta: gli Stati membri devono assicurare che i mercati regolamentati prescrivano che, al momento dell'ammissione alla negoziazione, almeno il 10% del capitale sottoscritto rappresentato dalla categoria di azioni interessata sia detenuto dal pubblico. La disciplina europea riconosce, tuttavia, agli Stati membri la possibilità di adottare un'impostazione alternativa, consentendo ai mercati regolamentati di valutare la sufficiente diffusione sulla base di criteri quali il numero di azioni detenute dal pubblico, il numero degli azionisti ovvero il valore di mercato delle azioni detenute dal pubblico rispetto al capitale della categoria interessata. Il nuovo quadro supera l'impostazione contenuta nella direttiva 2001/34/CE, destinata a essere abrogata dal 5 dicembre 2026, secondo la quale la sufficiente diffusione delle azioni presso il pubblico era presunta in presenza di un flottante pari ad almeno il 25% del capitale sottoscritto della categoria interessata. La medesima disciplina consentiva comunque l'ammissione con percentuali inferiori qualora, tenuto conto dell'elevato numero di azioni e dell'ampiezza della loro diffusione, fosse assicurato il regolare funzionamento del mercato.

rilevanti, nonché di quelle vincolate da patti parasociali e di quelle soggette a vincoli alla trasferibilità delle azioni (lock-up) di durata superiore ai 6 mesi.

Sul piano nazionale, il d.lgs. n. 86/2026 ha recepito le nuove prescrizioni europee con l'introduzione del nuovo art. 66.1 del TUF, stabilendo innanzitutto che i gestori dei mercati regolamentati prevedano, per le società che richiedono l'ammissione delle proprie azioni, una capitalizzazione di mercato prevedibile di almeno un milione di euro oppure, qualora questa non sia valutabile, capitale e riserve dell'ultimo esercizio almeno pari al medesimo importo. Tale requisito non trova applicazione in caso di ammissione di azioni fungibili con titoli già ammessi alla negoziazione. Il successivo comma 3 dell'art. 66.1 del TUF attribuisce alla Consob una specifica potestà regolamentare per disciplinare gli obblighi dei mercati regolamentati relativamente alle domande di ammissione di azioni, in conformità ai paragrafi 3, 4 e 5, dell'art. 51-*bis* MiFID II. Si tratta di una novità rispetto al precedente assetto nazionale, nel quale non erano previste disposizioni legislative o regolamentari che imponessero direttamente una determinata soglia di flottante, essendo la definizione dei relativi requisiti essenzialmente rimessa ai regolamenti dei singoli mercati, nel quadro dell'art. 66, comma 1, lett. a), TUF.

In attuazione della nuova delega legislativa, la proposta sottoposta alla consultazione ha previsto l'introduzione di un nuovo art. 18-*bis* nel Regolamento Mercati, secondo cui la regola generale è quella del **flottante minimo del 10%**: il regolamento del mercato dovrà stabilire che, al momento dell'ammissione alla negoziazione, almeno il 10% del capitale sottoscritto rappresentato dalla categoria di azioni oggetto della domanda sia detenuto dal pubblico. Per le azioni fungibili con azioni già ammesse, inoltre, il gestore dovrà verificare la sufficiente diffusione considerando la totalità delle azioni emesse e non soltanto quelle oggetto della nuova domanda di ammissione. Accanto alla regola quantitativa del 10%, la proposta riconosce ai mercati regolamentati la possibilità di utilizzare, specificandone le condizioni nei propri regolamenti, **criteri alternativi per valutare la sufficiente diffusione delle azioni**. In particolare, il gestore potrà fare riferimento alla presenza presso il pubblico di un numero sufficiente di azioni, a un numero sufficiente di azionisti oppure a un valore di mercato delle azioni detenute dal pubblico che rappresenti un livello sufficiente del capitale sottoscritto della categoria interessata. La soluzione è coerente con l'opzione prevista dall'art. 51-*bis*, paragrafo 5, MiFID II e trova riscontro anche nelle scelte operate in altri ordinamenti europei, tra i quali Germania e Lussemburgo.

Nel complesso, la proposta mira quindi a coniugare la riduzione degli oneri di accesso alla quotazione con l'esigenza di assicurare un'effettiva diffusione dei titoli e condizioni adeguate di negoziabilità sul mercato. Il passaggio dalla precedente soglia di riferimento del 25% a quella del 10% amplia le possibilità di accesso al mercato regolamentato, mentre la previsione di criteri alternativi consente di tenere conto delle caratteristiche concrete dell'emittente e della diffusione delle azioni. Nel documento di consultazione è stato segnalato che il ricorso ai sopra richiamati criteri alternativi dovrebbe mantenere fermo il requisito minimo del 10% del capitale rappresentato da titoli, nei quali casi sorgerebbero i presupposti del *delisting* ai sensi degli artt. 108 e 111 del TUF[7].

[7] A seguito dell'entrata in vigore delle modifiche apportate al TUF dal D.lgs. n. 47/2026, prevede un'unica soglia al 90% sia per l'obbligo di acquisto di cui all'art. 108 del TUF sia per il diritto di acquisto (c.d. *squeeze out*) di cui all'art. 111 del TUF (come noto prima della riforma la soglia rilevante per tale norma era il 95%).

È stato formulato il seguente quesito:

> ***Q.4*** *Alla luce delle caratteristiche del mercato italiano e delle valutazioni contenute nell'analisi preliminare degli impatti della regolamentazione, nonché della ricostruzione del quadro giuridico sopra delineato, si condivide la scelta regolamentare proposta di non limitare la valutazione della sufficiente diffusione delle azioni alla sola soglia minima del 10% di flottante, consentendo invece ai gestori dei mercati regolamentati di prevedere gli ulteriori criteri indicati nella normativa europea? In caso contrario, si prega di fornire le motivazioni a supporto.*

- *Osservazioni pervenute*

Cinque dei sei rispondenti hanno sostanzialmente condiviso l'introduzione di maggiore flessibilità. In particolare, un rispondente (**Borsa Italiana**) ha condiviso la proposta regolamentare di non limitare la valutazione della sufficiente diffusione delle azioni alla sola soglia minima del 10% di flottante, consentendo di derogare mediante il ricorso ad almeno uno tra i criteri indicati nella normativa europea, in quanto maggiormente coerente con le evidenze empiriche richiamate nel documento di consultazione, dalle quali emerge che il flottante percentuale rappresenta un indicatore rilevante ma non sempre sufficiente, se considerato isolatamente, a riflettere le condizioni attese di liquidità e negoziabilità dei titoli. La possibilità di prendere in considerazione indicatori alternativi consente infatti una valutazione più completa ed efficace della diffusione del capitale presso il pubblico, tenendo conto delle caratteristiche specifiche dei singoli emittenti. Altri rispondenti hanno espresso consenso in linea di principio, precisando tuttavia che la soglia del 10% dovrebbe restare un livello minimo imprescindibile e che i criteri ulteriori dovrebbero avere funzione integrativa; è stato chiesto inoltre di salvaguardare requisiti di flottante più elevati (35%) previsti per segmenti ad alti standard, quale STAR (**AMF Italia, AssoNext**).

Un altro rispondente (**LEXIA**) ha condiviso l'utilizzo di criteri alternativi, ritenendoli funzionali alla liquidità, alla negoziabilità e alla competitività dei mercati domestici. In senso avverso, si è registrato solo un contributo (**Graziano Vanni**) secondo cui la soluzione prospettata può vanificare gli obiettivi di semplificazione e sviluppo dei mercati.

In merito ai rapporti tra la disciplina del flottante in esame e i presupposti del *delisting* ai sensi degli artt. 108 e 111 del TUF, un rispondente (**Assonime**), pur condividendo la soluzione regolamentare, ha chiesto di circostanziare il coordinamento con gli artt. 108 e 111 TUF, sostenendo che la partecipazione del 90% rilevante ai fini del *delisting* dovrebbe derivare da operazioni incrementative e non dalla mera detenzione. Altro rispondente (**AssoNext**) ha suggerito invece di prevedere che il ricorso ai criteri alternativi di sufficiente diffusione sia subordinato alla condizione che nessun azionista detenga una partecipazione pari o superiore al 90%, al fine di scongiurare il rischio che si verifichino, contestualmente all'ammissione, i presupposti per l'obbligo e il diritto di acquisto.

- *Valutazioni*

Le osservazioni confermano la soluzione sottoposta alla consultazione con il mercato: si valorizzano i criteri di diffusione alternativi al ricorso della soglia stabilita al 10%, demandandone l'applicazione concreta alle regole del mercato. Allo stesso tempo, la soluzione adottata non pregiudica la possibilità per i gestori di mantenere requisiti più elevati per specifici segmenti di mercato, come richiesto dai rispondenti.

Quanto al rilievo sollevato da Assonime, secondo cui le fattispecie delineate dagli artt. 108 e 111 del TUF, anche a seguito delle modifiche apportate dal d.lgs. n. 47/2026, postulerebbero in ambedue i casi, un acquisto incrementale della partecipazione rilevante e non la mera detenzione, si osserva che l'obbligo di acquisto, di cui all'art. 108, comma 2, del TUF, si configura in capo a "*chiunque venga a detenere*" la partecipazione superiore al 90%, ritenendosi a tal fine sufficiente anche un superamento passivo della soglia in esame[8].

Ad ogni modo, laddove fosse ammessa a quotazione una società in cui un soggetto (o più soggetti stabili che agiscono di concerto) detiene una partecipazione prossima al 90% del capitale si verrebbe a creare una situazione in cui il sorgere dell'obbligo di acquisto e del diritto di acquisto potrebbero dipendere dalla mera volontà del principale azionista (che potrebbe determinare i relativi presupposti anche con acquisti minimi). Pertanto, il ricorso a criteri alternativi alla soglia del 10% del flottante, nell'ipotesi di ammissione alla quotazione di società che si trovino nella sopra indicata situazione, dovrà in ogni caso evitare il rischio che si configurino comportamenti opportunistici.

### b) Mercati di crescita per le PMI

Sono state sottoposte alla consultazione del mercato le modifiche all'art. 45 del Regolamento Mercati volte a coordinare gli obblighi informativi verso la Consob con la possibilità, introdotta nel TUF, che di registrare un segmento di un sistema multilaterale di negoziazione come "mercato di crescita per le PMI". Il d.lgs. n. 86/2026, infatti, ha apportato modifiche all'art. 69 del TUF consentendo, tra l'altro, che anche singoli segmenti di sistemi multilaterali di negoziazione possano ottenere la qualifica di "mercato di crescita", nell'ottica di ampliare le possibilità di accesso al mercato per le imprese di minori dimensioni.

È stato formulato il seguente quesito:

> ***Q.5.*** *Si ritiene che le modifiche proposte all'art. 45 del Regolamento Mercati siano sufficientemente chiare nel disciplinare le informazioni da trasmettere alla Consob ai fini della registrazione dei mercati di crescita per le PMI, tenuto conto della possibilità che la relativa qualifica sia attribuita anche a singoli segmenti di sistemi multilaterali di negoziazione? Si invitano i rispondenti a segnalare eventuali criticità applicative connesse all'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari già negoziati su altra sede.*

[8] Si rileva, infatti, che mentre l'art. 108, comma 2, del TUF, prevede l'obbligo di acquisto in capo a "*chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al novanta per cento del capitale*", ai fini dell'art. 111 del TUF, il diritto di acquisto sorge in capo all'offerente "*che venga a detenere a seguito di offerta pubblica totalitaria o di acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 2, una partecipazione almeno pari al 90 per cento*".

- *Osservazioni pervenute*

Quattro dei cinque rispondenti hanno ritenuto la formulazione sufficientemente chiara e adeguata (tra cui **Assonime** e **AssoNext**), giudicando le modifiche proporzionate e funzionali allo sviluppo dei mercati di crescita per le PMI (**Borsa Italiana**).

Un rispondente (**LEXIA**) ha evidenziato un possibile disallineamento: il richiamo, nella nuova lett. c-bis) dell'art. 45, a tutte le condizioni dell'art. 69, comma 2-*bis*, TUF potrebbe comportare, per la registrazione di un segmento, obblighi informativi più estesi di quelli richiesti per la registrazione dell'intero sistema. Ha pertanto suggerito di richiamare le sole condizioni specificamente riferite al segmento oppure, alternativamente, di coordinare in modo simmetrico gli obblighi relativi alla registrazione dell'intero sistema.

- *Valutazioni*

L'osservazione formulata da **LEXIA** ha evidenziato un profilo meritevole di chiarimento. Al fine di assicurare simmetria e proporzionalità degli obblighi informativi, si è ritenuto opportuno nel testo finale precisare l'ambito delle informazioni necessarie a verificare le condizioni specificamente riferibili alla registrazione del segmento, evitando duplicazioni rispetto alle informazioni già richieste per il sistema multilaterale di negoziazione (*v. articolato*).

In particolare, è stato inserito un richiamo alle lettere a), b) e c), dell'art. 69, comma 2-*bis*, del TUF, concernenti appunto le condizioni per la registrazione del segmento[9].

### 2.2.3 DISCIPLINA DELLA RICERCA FINANZIARIA

Come anticipato, il decreto legislativo n. 86/2026 ha recepito le novità previste dal *Listing Act* sulla **ricerca in materia di investimenti**[10], introducendo nel TUF un nuovo articolo a essa dedicato (art.

[9] Le citate lettere prevedono rispettivamente: "*a) il segmento del sistema multilaterale di negoziazione registrato come "mercato di crescita per le piccole e medie imprese" è chiaramente separato dagli altri segmenti del mercato gestiti dall'impresa di investimento o dal gestore del mercato che gestisce il sistema multilaterale di negoziazione; tale circostanza deve essere indicata, tra l'altro, da un nome diverso, da un corpus di norme diverso, da una strategia di marketing diversa e da una pubblicità diversa, nonché dall'assegnazione specifica di un codi ce di identificazione del mercato al segmento registrato come mercato di crescita per le piccole e medie imprese;*
*b) le operazioni effettuate sul segmento del mercato di crescita per le piccole e medie imprese interessato sono chiaramente distinte da altre attività di mercato all'interno degli altri segmenti del sistema multilaterale di negoziazione*;
*c) il sistema multilaterale di negoziazione, su richiesta della Consob, fornisce un elenco completo degli strumenti quotati sul segmento interessato registrato come mercato di crescita per le piccole e medie imprese, nonché tutte le informazioni che la Conso bpuò richiedere sul funzionamento di tale segmen*to".

[10] L'art. 21-*bis*, comma 5, del TUF, definisce la ricerca come "*i servizi o i materiali di ricerca riguardanti uno o più strumenti finanziari o altri attivi, ovvero gli emittenti o i potenziali emittenti di strumenti finanziari, o come i servizi o i materiali di ricerca strettamente correlati a un settore o a un mercato specifico in modo tale da delineare una base di valutazione degli strumenti, degli attivi o degli emittenti finanziari all'interno del settore o del mercato in questione. La ricerca comprende, altresì, i materiali o i servizi che raccomandano o propongono, esplicitamente o implicitamente, una strategia di investimento e formulano un parere motivato sul valore attuale o futuro o sul prezzo*

21-*bis* del TUF). In tale ambito, la modifica più significativa è quella che riguarda il superamento del principio di separazione tra i costi di ricerca e quelli connessi alla prestazione di servizi di "esecuzione" (***unbundling***[11], precedentemente contenuto nell'art. 21 del TUF). In tal modo sono ora consentiti i pagamenti congiunti (che cumulino quindi le commissioni di intermediazione con i costi di ricerca[12]), nel rispetto delle nuove prescrizioni europee.

Un altro elemento di novità è rappresentato dall'introduzione di regole specifiche per la ricerca commissionata (in tutto o in parte) dagli stessi emittenti, che potranno finanziare studi e *report* dedicati per aumentare la propria visibilità presso gli investitori. Più in dettaglio, la *issuer sponsored research*, per essere qualificata come tale e non come mera comunicazione di *marketing*, deve rispettare un codice di condotta UE definito dalle norme tecniche di regolamentazione della Commissione europea, nell'ambito del quale vengono stabiliti *standard* tecnici in tema di: i) indipendenza degli analisti; ii) trasparenza circa eventuali legami di natura finanziaria; iii) qualità e affidabilità delle analisi.

L'art. 21-*bis*, comma 7, del TUF demanda alla Consob il potere di stabilire con regolamento la disciplina della "*ricerca sponsorizzata dall'emittente*", nonché "*gli obblighi di conservazione in capo ai soggetti abilitati*". Alla luce dell'evoluzione del quadro normativo, sono state sottoposte alla consultazione del mercato alcune modifiche al Regolamento Intermediari con riguardo ai seguenti profili:

- l'obbligo di conservare un registro dei costi totali connessi alla ricerca (nuovo art. 59-*bis* del Regolamento Intermediari);
- l'obbligo di indicare chiaramente la ricerca qualificata come "ricerca sponsorizzata dall'emittente", fin dalla prima pagina, in conformità al codice di condotta UE;
- la previsione di un regime transitorio per la ricerca sponsorizzata dall'emittente.

Sono stati formulati i seguenti quesiti:

> ***Q.6.*** *Si condivide la previsione di una disposizione transitoria volta a stabilire che gli obblighi in materia di ricerca sponsorizzata dall'emittente si applichino decorsi tre mesi dalla data di entrata in vigore delle norme tecniche di regolamentazione*

*di attivi o di strumenti finanziari, o altrimenti contengono analisi e informazioni originali e traggono conclusioni sulla base di informazioni nuove o esistenti che potrebbero essere impiegate per elaborare una strategia di investimento ed essere pertinenti e in grado di apportare valore aggiunto alle decisioni assunte dai soggetti abilitati per conto dei clienti a cui tale ricerca è addebitata*".

[11] Le disposizioni relative ai servizi di ricerca di cui alla MIFID II imponevano agli intermediari di separare i pagamenti ricevuti come commissioni di intermediazione dai compensi ricevuti per la prestazione di servizi di ricerca in materia di investimenti. Nel 2021 tali norme sono state modificate dalla direttiva (UE) 2021/338 per consentire pagamenti aggregati dei servizi di esecuzione e di ricerca per gli emittenti nel cui caso, per i 36 mesi precedenti la fornitura dei servizi di ricerca, la capitalizzazione di mercato non avesse superato 1 miliardo di EUR.

[12] La disciplina richiede innanzitutto uno specifico accordo, concluso tra il soggetto abilitato e il prestatore terzo dei servizi di esecuzione e di ricerca, per definire una metodologia di remunerazione. Inoltre, la nuova disciplina impone, un regime di trasparenza nei confronti dei clienti per quanto riguarda la scelta del metodo di pagamento (comma 2): gli intermediari (nell'adempimento dei doveri diligenza, correttezza e trasparenza) sono tenuti a informare i loro clienti in merito all'applicazione di un pagamento separato o congiunto dei servizi di ricerca, mettendo a disposizione la politica in materia di pagamenti. Tale politica comprende anche informazioni sulle misure in atto volte a prevenire o a gestire i conflitti di interesse derivanti dall'utilizzo della ricerca da parte di terzi o dalla prestazione di servizi di ricerca ai clienti quando prestano servizi di investimento a tali clienti.

*istitutive del codice di condotta dell'UE per consentire agli operatori di disporre del tempo necessario per adeguare, ove opportuno, i propri assetti contrattuali, organizzativi e procedurali?*

***Q.7.** Si ritiene che la formulazione delle disposizioni proposte in materia di ricerca finanziaria sia sufficientemente chiara, coerente con il quadro normativo di riferimento e idonea ad assicurarne l'effettiva applicabilità da parte degli operatori interessati?*

**a) Regime transitorio per la ricerca sponsorizzata dall'emittente**

Nel documento di consultazione è stato rappresentato che, al fine di consentire una transizione ordinata al nuovo regime, appare opportuno introdurre una disposizione transitoria volta a specificare che gli obblighi in materia di *issuer sponsored research* troveranno applicazione decorsi tre mesi dalla data di entrata in vigore delle norme tecniche di regolamentazione relative al codice di condotta dell'UE sulla ricerca sponsorizzata dall'emittente.

A tal riguardo, si soggiunge che, nelle more del processo di adozione delle norme regolamentari, in data 4 settembre 2026 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea il Regolamento delegato (UE) 2026/1092 del 21 maggio 2026, che integra la MiFID II (Direttiva 2014/65/UE) per quanto riguarda gli RTS sull'istituzione di un codice di condotta dell'UE per la ricerca sponsorizzata dall'emittente. Il citato regolamento delegato è entrato in vigore il 7 settembre 2026.

Tale atto normativo definisce le condizioni di utilizzo della *issuer-sponsored research* prevedendo, tra l'altro, i requisiti applicabili ai contratti tra fornitori di ricerca ed emittenti (in termini di durata e modalità di remunerazione), le misure di gestione dei conflitti di interesse e i requisiti di indipendenza, le modalità di diffusione e aggiornamento nonché l'uso del *label* ufficiale di ricerca sponsorizzata. Sono inoltre disciplinati i flussi informativi a carico dei fornitori di ricerca, al fine di consentire agli intermediari di verificare la conformità della ricerca al codice di condotta dell'UE.

- *Osservazioni pervenute*

I rispondenti alla consultazione hanno espresso un orientamento ampiamente favorevole all'introduzione di un periodo transitorio successivo all'entrata in vigore delle norme tecniche europee in materia di ricerca sponsorizzata dall'emittente. In particolare, due rispondenti (**AssoNext** e **Lexia**) hanno ritenuto adeguato un termine di tre mesi, considerato sufficiente per l'adeguamento dei contratti, delle procedure operative e degli assetti organizzativi. In termini sostanzialmente analoghi si è espressa anche **Assonime**, che ha evidenziato l'esigenza di assicurare agli operatori un congruo periodo di adattamento al nuovo quadro normativo. Nel contributo di **AMF Italia**, invece, è stato prospettato un periodo transitorio (più lungo) di sei mesi, ritenendolo maggiormente idoneo a consentire agli intermediari l'aggiornamento dei presìdi interni e la gestione dei rapporti con gli emittenti interessati.

- *Valutazioni*

Considerata l'esigenza di assicurare ai soggetti interessati un arco temporale adeguato al fine di conformare, ove necessario, i contratti in essere alle previsioni del Codice di condotta europeo e tenuto altresì conto dell'entrata in vigore, dal 7 settembre 2026, del regolamento delegato (UE) 2026/1092, si è ritenuto opportuno estendere il periodo transitorio da tre a sei mesi. La proroga è volta a consentire agli operatori di completare gli adeguamenti di natura contrattuale, organizzativa e procedurale richiesti dal nuovo quadro normativo e di gestire in maniera efficace i rapporti già in essere con gli emittenti oggetto della ricerca sponsorizzata, entro appunto il termine di sei mesi dall'entrata in vigore del citato regolamento delegato.

**b) Chiarezza e applicabilità delle disposizioni sulla ricerca finanziaria**

- *Osservazioni pervenute*

I contributi pervenuti in tema di ricerca finanziaria hanno evidenziato una sostanziale condivisione dell'impianto regolamentare, giudicato nel complesso chiaro e coerente con il quadro normativo di riferimento. Le osservazioni formulate riguardano prevalentemente profili interpretativi e applicativi.

Il contributo di **AMF Italia** ha auspicato un'applicazione del Codice di condotta europeo improntata a principi di proporzionalità e rilevanza sostanziale, affinché scostamenti di natura meramente formale o marginale non determinino la qualificazione della ricerca come comunicazione di *marketing*, con possibili effetti disincentivanti sulla produzione di ricerca, in particolare a favore delle PMI.

Il contributo di **Assogestioni** ha richiamato l'esigenza di un maggiore coordinamento tra la disciplina della ricerca e quella degli incentivi, chiarendo che la ricerca di terzi remunerata secondo le modalità previste dall'art. 21-*bis* TUF non integra un incentivo ai fini della disciplina MiFID. L'Associazione chiede inoltre una modulazione degli obblighi di registrazione e trasparenza dei costi della ricerca in funzione del modello di finanziamento adottato. Viene infine sottolineata l'opportunità di un coordinamento a livello europeo volto ad assicurare un'applicazione uniforme della disciplina negli Stati membri.

- *Valutazioni*

La normativa europea riserva la qualifica di "ricerca sponsorizzata dall'emittente" alle analisi conformi al Codice di condotta dell'Unione europea previsto dal regolamento delegato (UE) 2026/1092. La disciplina impone requisiti organizzativi e procedurali volti a garantire l'obiettività, l'integrità e l'affidabilità della ricerca, nonché un'adeguata gestione dei conflitti di interesse, senza prevedere limitazioni al contenuto delle analisi né consentire l'introduzione di requisiti nazionali ulteriori.

Per le medesime ragioni, non può essere accolta la proposta di rendere pubblico il registro dei costi della ricerca o di consentirne l'accesso alle associazioni rappresentative dei consumatori e dei risparmiatori. La MiFID II disciplina, infatti, la registrazione di tali informazioni e la loro messa a

disposizione dei clienti secondo modalità puntualmente definite, senza contemplare forme di pubblicazione generalizzata né specifici diritti di accesso in favore di terzi.

Con riferimento alle osservazioni formulate da **AMF Italia**, si ritiene che la verifica del rispetto delle prescrizioni contenute nel Codice di condotta dell'Unione debba essere effettuata secondo un approccio sostanziale, che tenga conto delle circostanze del caso concreto, nonché della natura, della gravità e dell'impatto degli scostamenti riscontrati. Non si ravvisa pertanto l'esigenza di introdurre ulteriori precisazioni sul piano regolamentare, atteso che la valutazione della rilevanza dei singoli disallineamenti rispetto alle previsioni del Codice di condotta richiede necessariamente un apprezzamento fattuale da effettuarsi caso per caso.

Con riguardo alla qualificazione della ricerca ai fini della disciplina degli incentivi, si conferma, in continuità con il regime previgente, che la ricerca fornita da terzi e remunerata secondo una delle modalità previste dall'articolo 21-*bis*, comma 2, del TUF non costituisce un incentivo ai sensi della disciplina MiFID, a condizione che siano integralmente rispettati i requisiti normativi applicabili. Tale conclusione si applica sia nel caso di pagamento congiunto dei servizi di esecuzione e ricerca, sia nei casi di finanziamento mediante risorse proprie dell'intermediario o tramite un conto di pagamento della ricerca, fermo restando il rispetto dei pertinenti presidi informativi, organizzativi e procedurali.

Con riferimento agli obblighi di registrazione e di informativa sui costi della ricerca, il considerando 4 della direttiva (UE) 2024/2811 prevede che, nel caso di pagamento congiunto dei servizi di esecuzione e ricerca, i clienti possano ottenere, su richiesta e con cadenza annuale, informazioni sui costi complessivi della ricerca fornita da terzi, ove tali costi siano noti all'impresa di investimento. Alla luce di tale previsione, l'obbligo di messa a disposizione di tali informazioni, recepito nel nuovo art. 59-*bis* del RI, deve ritenersi riferito al modello del pagamento congiunto e non alle ipotesi in cui la ricerca sia integralmente finanziata con risorse proprie dell'intermediario. Resta invece applicabile, indipendentemente dalla modalità di finanziamento adottata, l'obbligo di effettuare una valutazione annuale della qualità, dell'utilizzabilità e del valore della ricerca acquisita, nonché di individuare le eventuali misure correttive ritenute necessarie.

Gli intermediari potranno inoltre beneficiare delle ulteriori indicazioni interpretative e applicative che dovessero emergere nelle competenti sedi europee, anche al fine di favorire un'applicazione armonizzata della disciplina all'interno dell'Unione.

### 2.2.4 Coordinamento della disciplina OPA/OPS con il d.lgs. n. 47/2026

Nel documento di consultazione sono state sottoposte al mercato le modifiche di coordinamento della disciplina in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio alle nuove disposizioni introdotte nel TUF da d.lgs. n. 47/2026. Il citato decreto, infatti, ha realizzato un'ampia revisione della disciplina delle OPA, volta a semplificare e modernizzare le procedure e a rendere più flessibili i relativi obblighi. In sintesi, le principali modifiche riguardano il formato del documento d'offerta in formato digitale e in lingua inglese; i termini e i poteri della CONSOB, incluso il nuovo meccanismo del *put up or shut up*; la rimodulazione delle soglie rilevanti, il calcolo del prezzo e le esenzioni relative all'OPA obbligatoria; la disciplina dell'OPA da consolidamento, dell'obbligo di

acquisto (*sell out*) e del dritto di acquisto (*squeeze out*); è stata introdotta, infine, una nuova disciplina dell'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci[13].

In questo contesto, le proposte di modifica del Regolamento emittenti sono essenzialmente volte al coordinamento della disciplina delle OPA al nuovo quadro primario, intervenendo sui seguenti argomenti:

In sintesi, le modifiche al Regolamento Emittenti (*v. articolato*) sottoposte alla consultazione del mercato, sono volte a:

*i)* garantire un allineamento testuale, con particolare riguardo alla eliminazione dei richiami alle soglie per l'OPA obbligatoria di cui all'art. 106, commi 1-*bis* e 1-*ter*, del TUF (artt. 44-*bis*, 44-*bis*.1, 44-*ter*, 45, 49, RE) e all'utilizzo del termine "*denaro*" in luogo di "*contanti*" (artt. 37-*bis*, 50-*bis*, 50-*ter*, 50-*quater*, 50-*quinquies*, RE);

*ii)* adeguare il perimetro di vigilanza della Consob, sostituendo il riferimento ai "*soggetti interessati*" con la nuova definizione di "*parti interessate*" (art. 35; artt. 41 e 42, RE) introdotta nell'art. 101-*bis* del TUF;

*iii)* favorire la digitalizzazione della documentazione d'offerta (artt. 37-*ter* e 38, RE), che potrà essere resa disponibile esclusivamente in formato elettronico;

*iv)* adeguare il regime linguistico per le offerte *cross-border* (artt. 38-*bis* e 38-*ter*, RE), la cui documentazione (approvata da Autorità estere) potrà essere messa a disposizione degli investitori italiani eventualmente tradotta in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale (cfr. art. 102, TUF);

*v)* adeguare la soglia prevista per l'OPA da consolidamento, nella misura del 10% (art. 46, RE), la soglia per il diritto di acquisto (*squeeze-out*), che ai sensi dell'art. 111 del TUF è stata ridotta dal 95% al 90% (art. 50-*quinquies*, RE);

*vi)* modificare i richiami al periodo di riferimento per il calcolo del "*prezzo più elevato*", che ai sensi dell'art. 106 del TUF è stato ridotto da 12 mesi a 6 mesi (artt. 47-*ter* e 47-*quater*, del RE);

*vii)* adeguare l'esenzione prevista per le operazioni di fusione e scissione (che ai sensi dell'art. 106, comma 5, del TUF, è stata estesa agli aumenti di capitale con conferimenti in natura), prevedendo anche in tal caso la necessità di assunzione della relativa delibera con il meccanismo del c.d. *white*-wash, ossia senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi dal socio che acquista la partecipazione superiore alla soglia rilevante e dal socio o dai soci che detengano la partecipazione di maggioranza.

Sono stati formulati i seguenti quesiti:

**Q.8.** *Si ritiene che la formulazione delle disposizioni proposte in materia di OPA, volte ad assicurare il coordinamento con le modifiche introdotte dal d.lgs. n. 47/2026 al TUF, sia coerente con il nuovo quadro normativo primario, nonché idonea a evitare incertezze interpretative o*

[13] Per una compiuta disamina di tali modifiche si rinvia al precedente documento di consultazione.

*criticità applicative per gli operatori interessati? In caso contrario, si prega di fornire una proposta indicando le motivazioni a supporto*

**Q.9.** *Si ritiene di formulare ulteriori osservazioni sui temi oggetto della presente consultazione e/o sulle proposte redazionali riportate nella tabella? In caso affermativo, si invitano i rispondenti a indicare eventuali profili di chiarimento, integrazione o affinamento del testo regolamentare.*

**a) Coerenza con il quadro normativo di riferimento**

- *Osservazioni pervenute*

I rispondenti hanno espresso una valutazione complessivamente positiva dell'intervento regolamentare.

Un rispondente (**AMF Italia – Associazione Intermediari Mercati Finanziari**) ha suggerito, da un lato, di rivedere le fattispecie di cooperazione escluse dal concerto anche alla luce delle recenti offerte pubbliche che hanno interessato il settore bancario e, dall'altro, di avviare una revisione della documentazione d'offerta, al fine di eliminare duplicazioni e renderla più concisa e proporzionata. Analoga esigenza di semplificazione strutturale del documento d'offerta è stata prospettata da **AssoNext**, con particolare riferimento agli oneri sostenuti dalle società di dimensioni più contenute.

Un rispondente **(Graziano Vanni)** ha proposto specifiche integrazioni dell'art. 38-*ter* del RE, chiedendo che la nota in italiano relativa ai documenti d'offerta redatti in una lingua comunemente utilizzata nella finanza internazionale ricomprenda tutte le avvertenze e i fattori di rischio dell'operazione e che sia assicurato che i contenuti di tale traduzione siano fedelmente corrispondenti a quelli del documento d'offerta.

**Borsa Italiana** ha valutato positivamente precisione e sistematicità dell'intervento, segnalando tuttavia un possibile mancato coordinamento tra gli artt. 108 e 111 TUF nel caso in cui la partecipazione detenuta sia esattamente pari al 90%, con possibile attivazione del diritto di acquisto ma non dell'obbligo di acquisto.

- *Valutazioni*

Le osservazioni hanno fornito riscontro positivo alle modifiche regolamentari di coordinamento in materia di OPA poste in consultazione.

Con riguardo al tema del concerto, si evidenzia che la disciplina attualmente contenuta nell'art. 44-*quater* del RE, concernente le presunzioni relative di concerto e ai casi di cooperazione esclusi da tale nozione, appare conforme alla nuova formulazione dell'art. 101-*bis* del TUF derivante dalla riforma legislativa. L'opportunità di una revisione della richiamata disciplina, che tenga conto anche della prassi applicativa, potrà formare oggetto di approfondimenti nell'ambito dei prossimi interventi regolamentari, anche con riferimento al contenuto del documento d'offerta e ad un eventuale suo snellimento.

Con riferimento alle osservazioni formulate nel contributo di **Graziano Vanni** si rileva che, già ai sensi del testo vigente dell'art. 38-*ter*, comma 3, del RE (disposizione relativa al riconoscimento del documento d'offerta approvato in Stati extra-UE), la nota tradotta in italiano deve contenere (oltre agli elementi di essenziali di cui all'art. 6, par. 3, della Direttiva OPA)[14], anche (tutte) le avvertenze e/o i fattori di rischio, trattandosi dunque nel complesso di una informativa piuttosto esaustiva. Inoltre, la stessa disposizione (per effetto del rinvio operato dal comma 7 all'art. 38-*bis*) richiede che l'emittente, l'offerente o altra persona responsabile della redazione del documento d'offerta, si assuma la responsabilità delle traduzioni con apposita dichiarazione. Alla luce di ciò si ritiene opportuno confermare il testo sottoposto alla consultazione del mercato.

In merito, infine, alle osservazioni di **Borsa Italiana**, concernenti il coordinamento tra gli artt.108 e 111 TUF, trattandosi di questione attinente alla disciplina primaria, essa non appare risolvibile mediante il solo intervento regolamentare in esame.

**b) Ulteriori osservazioni: *best price rule* e diritto di acquisto**

- *Osservazioni pervenute*

In risposta al questionario aperto hanno formulato osservazioni sostanziali (**AMF Italia** e **Assonext**).

Secondo **AMF Italia** (e analoga osservazione è pervenuta da **Assonext**), nel nuovo quadro normativo introdotto dal d.lgs. n. 47/2026, si pone una questione interpretativa in merito all'ambito temporale di applicazione della *best price rule* (BPR) in connessione con le procedure di obbligo di acquisto e diritto di acquisto di cui all'art. 108 TUF. L'art. 50-*quinquies*, ultimo comma, del RE richiama l'applicazione dell'art. 42 dello stesso regolamento (che disciplina la BPR), ma

[14] Ossia le informazioni concernenti:
a) il contenuto dell'offerta;
b) l'identità dell'offerente ovvero, se l'offerente è una società, la forma, la denominazione e la sede legale della medesima;
c) i titoli o, se del caso, la o le categorie di titoli oggetto dell'offerta;
d) il corrispettivo offerto per titolo o per categoria di titoli e, in caso di offerte di acquisto obbligatorie, il metodo di valutazione applicato per determinare detto corrispettivo, nonché le modalità di corresponsione;
e) l'indennizzo offerto per i diritti che potrebbero essere soppressi a seguito della regola di neutralizzazione di cui all'articolo 11, paragrafo 4, specificando le modalità di pagamento della compensazione e il metodo impiegato per determinarla;
f) le percentuali o le quantità massime e minime di titoli che l'offerente si impegna ad acquistare;
g) l'indicazione di eventuali partecipazioni detenute dall'offerente, e dalle persone che agiscono di concerto con lo stesso, nella società emittente;
h) tutte le condizioni alle quali l'offerta è subordinata;
i) le intenzioni dell'offerente per quanto riguarda l'attività futura dell'attività della società emittente e, in quanto sia influenzata dall'offerta, della società offerente e quanto al mantenimento del suo personale e dei suoi amministratori, compresa qualsiasi modifica sostanziale delle condizioni occupazionali. Ciò riguarda in particolare i piani strategici dell'offerente per queste società e le ripercussioni probabili sull'occupazione ed i siti di lavoro;
j) i termini entro i quali l'offerta deve essere accettata;
k) qualora nel corrispettivo offerto dall'offerente siano inclusi titoli di qualsivoglia natura, informazioni relative a tali titoli;
l) le informazioni sul finanziamento dell'operazione da parte dell'offerente;
m)l'identità delle persone che agiscono di concerto con l'offerente o con la società emittente, e, se si tratta di società, la loro forma, ragione sociale e sede legale, e i loro rapporti con l'offerente e, se possibile, con la società emittente;
n) l'indicazione della legislazione nazionale che disciplinerà i contratti stipulati tra l'offerente ed i possessori di titoli della società emittente e derivanti dall'offerta, e le giurisdizioni competenti.

circoscrive espressamente il periodo rilevante all'arco temporale compreso tra la data di superamento della soglia e la data di pagamento del corrispettivo. Sorgerebbe il dubbio se tale richiamo determini un'estensione del periodo rilevante ai sei mesi successivi alla data di pagamento di cui all'art. 42, comma 3, del RE – applicabile alle OPA obbligatorie – ovvero se il periodo resti limitato al solo intervallo tra superamento della soglia e la data di pagamento in adempimento dell'obbligo di acquisto, come testualmente previsto dalla norma. In questa prospettiva, l'Associazione auspica che la Consob chiarisca se i pagamenti effettuati successivamente alla data di pagamento siano o meno rilevanti ai fini del calcolo del corrispettivo rilevante per la BPR.

Un'altra questione sollevata da **AMF Italia** è quella concernente i presupposti in presenza dei quali è attivabile il diritto di acquisto (c.d. *squeeze-out*) *ex* art. 111 TUF, per effetto della recente riforma legislativa. In sintesi, l'Associazione chiede se la novità normativa si limiti a confermare – in linea con i precedenti orientamenti di Consob – che l'effettuazione di acquisti anche fuori dall'offerta pubblica di acquisto totalitaria tali da far scattare l'obbligo di acquisto di cui all'art. 108, comma 2, TUF determini il sorgere del diritto di acquisto di cui all'art. 111.

- *Valutazioni*

Con riferimento alla prima osservazione, si ritiene che il rinvio operato dall'articolo 50-*quinquies*, comma 7, del RE, all'art. 42 e dunque alla regola della *best price rule*, debba essere limitato al comma 2 della citata disposizione (e quindi agli acquisti effettuati entro la data di pagamento del corrispettivo) e non anche al successivo comma 3 dell'articolo 42 che disciplina la *best price rule* nei sei mesi successivi alla data di pagamento[15]. Ciò in quanto è lo stesso articolo 50-*quinquies* a individuare l'ambito temporale entro cui trova applicazione il rinvio, ossia limitatamente al "*periodo intercorrente tra la data di superamento delle soglie rilevanti ai fini dell'applicazione dell'articolo 108, commi 1 e 2 e dell'articolo 111 del Testo unico e la data indicata per il pagamento del corrispettivo*".

Sempre con riferimento all'art. 50-*quinquies*, nel testo finale sono state apportate alcune modifiche al comma 5, volte a coordinare l'informativa che deve essere resa dall'offerente successivamente all'adempimento dell'obbligo di acquisto di cui all'articolo 108, comma 2, del TUF, alla luce della nuova formulazione dell'articolo 111 del TUF (*v. articolato*).

Con riguardo invece alla seconda questione (relativa ai rapporti tra l'art. 108 sull'obbligo di acquisto e l'art. 111 del TUF, sul diritto di acquisto), si ritiene che la novella legislativa si sia limitata a modificare (dal 95 al 90%) la misura della soglia che determina il sorgere del diritto di acquisto e a chiarire che tale diritto può sorgere non solo a seguito di un'offerta ma anche a seguito dell'adempimento di un obbligo di acquisto sorto ai sensi dell'art. 108 comma 2, codificando così l'interpretazione già fornita dalla Consob in precedenti occasioni richiamate dal rispondente[16].

[15] Tale disposizione prevede in particolare che: "*3. Le previsioni contenute nel comma 2 si applicano anche agli acquisti, per un quantitativo complessivamente superiore allo 0,1 per cento della categoria dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta, da parte degli offerenti e delle persone che agiscono di concerto con essi che siano stati effettuati nei sei mesi successivi alla data ultima di pagamento. In tal caso, l'obbligo di adeguamento del corrispettivo al prezzo più alto pagato è adempiuto dagli offerenti attraverso l'attribuzione di un conguaglio agli aderenti all'offerta, con le modalità rese note in un apposito comunicato al mercato*".

[16] Cfr. Comunicazione n. 28/2000 del 10 luglio 2000 e Comunicazione n. 8081984 del 3 settembre 2008.

## 3. ANALISI DI IMPATTO DELL'INTERVENTO E INDICATORI PER LA SUCCESSIVA REVISIONE DELL'ATTO

Le proposte regolamentari sottoposte alla consultazione sono state accompagnate da analisi di impatto finalizzate a valutare, sulla base delle evidenze disponibili, gli effetti attesi delle diverse opzioni di intervento e a individuare le soluzioni maggiormente coerenti con gli obiettivi di semplificazione, proporzionalità degli oneri regolamentari e tutela degli investitori. Le analisi di impatto contenute nell'Allegato 1B del Documento di consultazione, cui si rinvia per la compiuta illustrazione delle metodologie adottate, delle evidenze considerate e del confronto tra le opzioni regolamentari, si intendono in questa sede integralmente richiamati.

Le analisi hanno riguardato, in particolare, la determinazione della soglia di controvalore rilevante ai fini dell'applicazione della disciplina delle OPA/OPS e la disciplina del flottante minimo e dei criteri alternativi di sufficiente diffusione delle azioni ai fini dell'ammissione alla negoziazione sui mercati regolamentati.

### 3.1 Soglia di rilevante ai fini dell'applicazione della disciplina OPA/OPS

Con riferimento alla determinazione della soglia di controvalore rilevante ai fini della qualificazione delle OPA/OPS, l'analisi di impatto ha esaminato le conseguenze delle due alternative regolamentari rappresentate dal mantenimento dell'attuale soglia di 8 milioni di euro e dal suo innalzamento a 12 milioni di euro, in corrispondenza del nuovo limite previsto per l'esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto relativo alle offerte pubbliche di titoli

La valutazione è stata condotta considerando, da un lato, gli effetti della modifica sul numero di operazioni assoggettate alla disciplina delle OPA/OPS e alla vigilanza della Consob e, dall'altro, la potenziale incidenza dell'innalzamento della soglia sulle società caratterizzate da dimensioni e livelli di flottante più contenuti.

Sotto il primo profilo, è stata effettuata un'analisi retrospettiva delle offerte promosse nel periodo 2020-aprile 2026, distinguendo le operazioni in base al mercato di negoziazione degli strumenti finanziari e alla natura obbligatoria o volontaria dell'offerta. Tale impostazione ha consentito di ricostruire gli effetti che l'ipotetica applicazione della soglia di 12 milioni di euro avrebbe prodotto sul perimetro della disciplina nel periodo considerato, tenendo conto delle differenti condizioni di assoggettamento previste per le operazioni relative a strumenti finanziari negoziati su mercati regolamentati e su sistemi multilaterali di negoziazione.

È stata altresì esaminata la distribuzione degli emittenti per classi di capitalizzazione di mercato e di valore del flottante. Tale approfondimento ha permesso di affiancare alla valutazione riferita alle operazioni effettivamente realizzate una ricognizione delle caratteristiche dimensionali delle società potenzialmente interessate dalla modifica. Gli indicatori considerati hanno consentito di apprezzare la diversa rilevanza economica che offerte di analogo controvalore assoluto possono assumere in relazione alla dimensione dell'emittente e alla consistenza del capitale effettivamente disponibile sul mercato, senza tuttavia consentire di stimare direttamente il numero di offerte future che potrebbero risultare escluse dalla disciplina.

Le risultanze delle analisi, illustrate nell'Allegato 2 al documento di consultazione al quale si rinvia per ulteriori dettagli, hanno costituito la base per la valutazione comparativa delle opzioni regolamentari. L'innalzamento della soglia è stato esaminato in relazione ai potenziali benefici di semplificazione e riduzione degli oneri procedurali per gli offerenti, mentre il mantenimento del limite vigente è stato valutato alla luce dell'esigenza di preservare l'ambito di applicazione dei presìdi informativi e dei poteri di vigilanza previsti dalla disciplina delle OPA/OPSc.

Il confronto ha evidenziato una diversa distribuzione dei benefici e dei potenziali effetti negativi dell'intervento. La riduzione degli oneri derivante dall'innalzamento della soglia riguarderebbe un numero circoscritto di operazioni, mentre la conseguente contrazione del perimetro della disciplina risulterebbe maggiormente concentrata sul segmento di mercato caratterizzato dalla presenza di emittenti di minori dimensioni. Sotto questo profilo, l'analisi ha posto in evidenza come la valutazione dell'impatto non possa essere ricondotta esclusivamente al numero complessivo delle operazioni interessate, dovendosi considerare anche le caratteristiche dei mercati e degli emittenti sui quali gli effetti della modifica si concentrerebbero.

In tale contesto, le evidenze disponibili non hanno giustificato, allo stato, una modifica dell'ambito di applicazione dell'attuale disciplina, in considerazione anche delle ricadute che l'innalzamento della soglia avrebbe avuto in termini di protezione per gli investitori.

Ai fini della successiva revisione dell'atto, gli effetti dell'intervento potranno essere verificati considerando l'evoluzione del numero, della natura e del controvalore delle OPA/OPSc, con particolare attenzione alle operazioni di importo prossimo alla soglia vigente e alla loro distribuzione tra le diverse sedi di negoziazione. Ulteriori elementi potranno essere acquisiti dall'andamento della capitalizzazione e del flottante degli emittenti, dall'evoluzione delle caratteristiche delle operazioni riguardanti società di minori dimensioni e dalle evidenze dell'attività di vigilanza, nonché dalle informazioni eventualmente disponibili sugli oneri sostenuti dagli offerenti per l'adempimento degli obblighi previsti dalla disciplina.

### 3.2 Flottante minimo e criteri alternativi di sufficiente diffusione

Nell'ambito del documento di consultazione, al quale si rinvia per ulteriori dettagli, è stata svolta un'analisi di impatto volta a valutare le opzioni regolamentari disponibili per l'adeguamento della disciplina nazionale in materia di flottante e di sufficiente diffusione delle azioni alle modifiche introdotte dal *Listing Act*.

L'intervento muove dall'esigenza di contemperare due obiettivi: da un lato, favorire l'accesso delle imprese ai mercati dei capitali, riducendo gli effetti derivanti da requisiti di ammissione potenzialmente troppo onerosi; dall'altro, assicurare che la maggiore flessibilità introdotta dalla disciplina europea non pregiudichi l'ordinato funzionamento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. La riduzione dal 25% al 10% della soglia di flottante prevista dalla normativa europea amplia, infatti, le possibilità di ammissione in presenza di livelli più contenuti di diffusione del capitale e rende necessario valutare se il solo requisito percentuale sia idoneo a rappresentare le condizioni attese di liquidità e negoziabilità dei titoli.

A tal fine, l'analisi ha preso in considerazione i dati relativi a 190 società quotate su *Euronext Milan*, esaminando la relazione tra flottante e liquidità mediante il *turnover* e l'indicatore di

illiquidità di *Amihud*[17]. L'analisi descrittiva ed econometrica ha evidenziato che il flottante percentuale è associato, in media, a migliori condizioni di liquidità. È emersa, tuttavia, una significativa eterogeneità tra gli emittenti: società con analoghi livelli percentuali di flottante possono presentare condizioni di liquidità differenti e, viceversa, società con livelli diversi di flottante possono mostrare indicatori di liquidità simili. Le analisi hanno inoltre rilevato che anche il valore di mercato delle azioni flottanti e il numero di azioni detenute dal pubblico forniscono un contributo informativo autonomo ai fini della valutazione delle condizioni di negoziazione.

Alla luce di tali evidenze, sono state poste a confronto due opzioni regolamentari. La prima prevedeva l'applicazione uniforme della soglia minima del 10%, senza consentire il ricorso ai criteri alternativi previsti dalla normativa europea. Tale opzione avrebbe assicurato maggiore semplicità, uniformità e prevedibilità dei requisiti, ma non avrebbe consentito di considerare ulteriori caratteristiche dell'emittente e del titolo rilevanti ai fini della sufficiente diffusione. La seconda opzione attribuiva invece ai gestori dei mercati regolamentati la possibilità di prevedere, in deroga al requisito percentuale, uno o più criteri alternativi basati sul numero di azioni detenute dal pubblico, sul numero degli azionisti o sul valore di mercato delle azioni diffuse presso il pubblico.

È stata individuata come preferibile la seconda opzione, in quanto maggiormente coerente sia con le finalità di semplificazione e di accesso al mercato perseguite dal *Listing Act*, sia con le evidenze empiriche, che mostrano come il flottante percentuale, pur costituendo un indicatore rilevante, non esaurisca gli elementi utili per valutare *ex ante* le condizioni attese di negoziazione. La soluzione prescelta consente, pertanto, una valutazione più flessibile e sostanziale della diffusione delle azioni, valorizzando allo stesso tempo l'esperienza dei gestori dei mercati, chiamati a individuare nei propri regolamenti criteri oggettivi e trasparenti.

Gli esiti della consultazione hanno sostanzialmente confermato l'analisi di impatto contenuta relativo allegato 2, che qui si intende integralmente richiamato. La maggior parte dei partecipanti ha condiviso la possibilità di ricorrere ai criteri alternativi previsti dalla disciplina europea e le osservazioni pervenute non hanno evidenziato elementi tali da modificare la valutazione comparativa svolta nell'AIR. È stata pertanto confermata la scelta regolamentare sottoposta alla consultazione.

Ai fini della successiva revisione dell'atto, gli effetti dell'intervento potranno essere verificati considerando:

- il numero delle nuove ammissioni alla negoziazione e, in particolare, di quelle effettuate sulla base di criteri alternativi alla soglia percentuale;
- il numero delle nuove ammissioni caratterizzate da un flottante compreso tra il 10% e il 25% o inferiore al 10%;

[17] Il *turnover* misura l'intensità degli scambi ed è calcolato come rapporto tra volumi scambiati e numero totale di azioni. L'indicatore di *Amihud* è una misura di illiquidità comunemente utilizzata nella letteratura finanziaria per valutare l'impatto degli scambi sui prezzi. L'indicatore coglie, in particolare, la sensibilità del prezzo di un titolo rispetto ai volumi negoziati. Valori più elevati dell'indicatore segnalano che anche scambi di dimensione contenuta possono essere associati a variazioni rilevanti dei prezzi e, quindi, indicano una minore capacità del mercato di assorbire gli ordini senza significativi movimenti di prezzo. L'indicatore approssima pertanto la dimensione del *price impact* della liquidità e fornisce una misura indiretta della profondità e resilienza del mercato.

- indicatori relativi alla struttura del flottante, quali il flottante percentuale, il numero di azioni detenute dal pubblico, la relativa capitalizzazione di mercato e, ove disponibile, il numero degli azionisti;
- l'andamento della liquidità dei titoli interessati, rilevata mediante il *turnover ratio*, l'indicatore di *Amihud*, il controvalore medio giornaliero degli scambi, il numero delle transazioni, il *bid-ask spread* e la frequenza dei giorni caratterizzati da scambi assenti o particolarmente ridotti;
- gli eventuali casi nei quali sia stato necessario adottare misure dirette al ripristino della sufficiente diffusione delle azioni.

Il monitoraggio congiunto degli indicatori di accesso al mercato, struttura del flottante e liquidità consentirà di verificare se la maggiore flessibilità riconosciuta ai gestori abbia effettivamente agevolato l'ammissione alla negoziazione senza compromettere l'ordinato funzionamento del mercato e, ove necessario, di valutare una successiva revisione della disciplina.

## 4. ARTICOLATO

### 3.1 TABELLA 1 – ADEGUAMENTO AL *LISTING ACT*

| Modifiche poste in consultazione | Testo finale |
|---|---|
| **a) Disciplina dei prospetti e delle offerte pubbliche** | |
| ***Modifiche al Regolamento Emittenti***<br><br>PARTE II<br>APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO<br><br>TITOLO I<br>OFFERTA AL PUBBLICO DI SOTTOSCRIZIONE E VENDITA DI PRODOTTI FINANZIARI<br>(…)<br>Capo V<br>Disposizioni comuni<br><br>Sezione I<br>Disciplina delle esenzioni<br><br>Art. 34-*ter*<br>(Casi di inapplicabilità ed esenzioni)<br><br>01. **Ai sensi e alle condizioni previste dall'articolo 3, paragrafo 2, del regolamento prospetto, l**e offerte al pubblico aventi ad oggetto titoli**,** il cui corrispettivo totale di | Identico |

| Modifiche poste in consultazione | Testo finale |
|---|---|
| ciascuna offerta nell'Unione Europea, calcolato su un periodo di 12 mesi, ~~è compreso tra 1.000.000 di euro e~~ **sia inferiore a 12**~~8~~.000.000 di euro, sono esenti dall'obbligo di pubblicazione del prospetto.<br>(…)<br>1. Le disposizioni contenute nel Capo I del Titolo II della Parte IV del Testo unico e quelle del presente Titolo, ad eccezione di quelle contenute nel Capo IV-bis, non si applicano alle offerte al pubblico di prodotti finanziari diversi dai titoli:<br>(…)<br>c) il cui corrispettivo totale per ciascuna offerta nell'Unione Europea, calcolato su un periodo di 12 mesi, è inferiore a ~~8~~**12**.000.000 di euro;<br>(…) | |
| TITOLO II<br>OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO O DI SCAMBIO<br><br>Capo I<br>Disposizioni generali<br><br>Art. 35-*bis*<br>(Ambito di applicazione)<br><br>1. Il presente Titolo si applica**, salvo quanto previsto dal presente articolo e dagli articoli 2, comma 6, e 35-ter,** alle offerte pubbliche di acquisto o di scambio, come definite dall'articolo 1, comma 1, lettera v), del Testo unico~~, salvo quanto previsto dal presente articolo e dagli articoli 2, commi 3, 5 e 6, e 35-ter.~~ **:**<br>**a) il cui corrispettivo totale è superiore a 8.000.000 di euro;**<br>**b) rivolte ad un numero di soggetti superiore a centocinquanta.**<br>(…) | Identico |
| | |

| Modifiche poste in consultazione | Testo finale |
|---|---|
| | *È stata inserita una modifica concernente il contenuto del documento d'offerta per le OPSc aventi ad oggetto titoli in regime di esenzione dal prospetto [v. sopra par. 2.2.1. lett. c)]*<br><br>Allegato 2 al regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti<br><br>**ALLEGATO 2A**<br>Modalità di redazione del documento d'offerta<br><br>Parte prima: Informazioni da fornire in relazione alle diverse tipologie di strumenti finanziari oggetto dell'offerta e di soggetti offerenti - Rinvio agli schemi<br>I - Strumenti finanziari negoziati su un mercato regolamentato dell'Unione Europea -<br>II - Strumenti finanziari non negoziati su un mercato regolamentato dell'Unione Europea<br><br>(…)<br>**2-*bis*. nel caso di offerta pubblica di scambio (OPSC) e di offerta pubblica di acquisto e scambio (OPASC), il documento d'offerta deve contenere le informazioni sui titoli (o sui prodotti finanziari) offerti in scambio, indicate dall'articolo 7, paragrafi da 4 a 10 e 12, del regolamento prospetto;**<br>(…) |
| PARTE III<br>EMITTENTI<br>(…)<br>TITOLO II<br>INFORMAZIONE SOCIETARIA<br>(…)<br>Sezione IV<br>Informazione su operazioni straordinarie<br><br>Art. 72<br>(Altre modifiche dello statuto, emissione di obbligazioni e acconti sui dividendi)<br>(…) | Identico |

| Modifiche poste in consultazione | Testo finale |
|---|---|
| 1-bis. Gli stessi emittenti, almeno ventun giorni prima di quello fissato per l'assemblea convocata per deliberare le modifiche dello statuto diverse da quelle previste da altre disposizioni della presente Sezione, ivi inclusa l'emissione a pagamento di titoli di capitale mediante offerta al pubblico per un importo inferiore a **12**~~8~~.000.000 di euro in esenzione dall'obbligo di prospetto ai sensi dell'articolo 34-ter, comma 01, mettono a disposizione del pubblico presso la sede sociale e con le modalità indicate dagli articoli 65-quinquies, 65-sexies e 65-septies, la relazione illustrativa dell'organo amministrativo redatta in conformità all'Allegato 3A. Lo statuto modificato, entro trenta giorni dal deposito nel registro delle imprese, è trasmesso alla Consob attraverso il sistema di Teleraccolta, secondo le specifiche modalità indicate dalla Consob con propria comunicazione.<br>(…)<br>* * *<br>**Allegato 3A**<br><br>**SCHEMA N. 2**: Relazione illustrativa dell'organo amministrativo per l'assemblea straordinaria chiamata a deliberare operazioni di modifica del capitale sociale e/o di emissione di obbligazioni<br>(…)<br>6) nelle ipotesi di operazioni di emissione a pagamento di titoli di capitale mediante offerta al pubblico per un importo inferiore a ~~8~~ **12** milioni di euro in esenzione dall'obbligo di prospetto ai sensi dell'articolo 34-ter, comma 01:<br>6.1.) la stima a data aggiornata del capitale circolante netto dell'emittente o del gruppo (inteso come differenza tra attivo corrente e passivo corrente), determinata senza tener conto dei proventi o degli effetti (ad es. conversione di debiti in capitale) rivenienti dall'operazione in parola. La stima del capitale circolante netto potrà essere riferita all'ultima | |

| Modifiche poste in consultazione | Testo finale |
|---|---|
| rendicontazione contabile approvata dall'emittente; in tal caso, riportare una dichiarazione, anche con formulazione negativa, in merito alle variazioni significative eventualmente intervenute successivamente;<br>6.2.) la stima del fabbisogno finanziario netto dell'emittente o del gruppo, ulteriore oltre a quello eventualmente connesso al precedente punto 6.1, per i dodici mesi successivi alla data prevista di inizio dell'offerta, determinata senza tener conto dei proventi o degli effetti rivenienti dalla citata operazione;<br>6.3.) la descrizione delle modalità di finanziamento del fabbisogno finanziario complessivo di cui ai suddetti punti 6.1 e 6.2. In particolare devono essere fornite le considerazioni degli amministratori circa la congruità dei proventi netti per cassa rivenienti dall'offerta in parola rispetto al citato fabbisogno finanziario complessivo dell'emittente o del gruppo. Ove le risorse rivenienti dall'offerta siano inferiori rispetto al complessivo fabbisogno finanziario corrente del gruppo, deve essere fornita la descrizione degli ulteriori interventi previsti/posti in essere per fronteggiare gli impegni a breve dell'emittente o del gruppo;<br>6.4.) le destinazioni, per quanto possibile in ordine di priorità, dei proventi dell'operazione ulteriori rispetto a quella funzionale alla copertura del citato fabbisogno finanziario corrente.<br>Nei casi in cui le operazioni indicate nel presente punto 6) siano deliberate da organi diversi dall'assemblea dei soci, le informazioni di cui ai punti 6.1), 6.2) e 6.3) e 6.4) sopra richieste devono essere altresì fornite nei comunicati price sensitive diffusi ad esito delle delibere del relativo organo. | |
| **b) Disciplina dei mercati** | |
| ***Modifiche al Regolamento Mercati***<br><br>PARTE I | Identico |

| Modifiche poste in consultazione | Testo finale |
|---|---|
| DISPOSIZIONI COMUNI<br><br>Art. 1<br>(Fonti normative)<br><br>1. Il presente regolamento è adottato ai sensi degli articoli 62-quater, comma 2, lettera a), 64, comma 4, 64-bis, comma 6, 64-ter, comma 9, 65, comma 2, 65-quater, comma 5, 65-sexies, commi 7 e 8, 65-septies, comma 1, **66.1,** 66-bis, comma 2, 67-ter, commi 3, 6 e 8-bis, 68, comma 1, 68-ter, comma 2, 68-quater, comma 4, 70, comma 4, 71, comma 2, 74, comma 2, 76, comma 2, 78, comma 1, 79-bis, comma 4, 79-ter, comma 4, 79-ter.1, comma 2, 90-sexies, comma 4, 180, comma 1, lettera c), 181, comma 2, 187-ter, comma 7, e 187-novies del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. | |
| PARTE II<br>SEDI DI NEGOZIAZIONE<br><br>Titolo I<br>Disciplina delle sedi di negoziazione<br>(…)<br>**Capo IV-*bis***<br>**Condizioni per l'ammissione alle negoziazioni**<br><br>(…)<br>**Art. 18-*bis***<br>**(Disposizioni in materia di flottante sufficiente per l'ammissione di azioni alla negoziazione)**<br><br>**1. Il regolamento del mercato regolamentato prevede che al momento dell'ammissione alla negoziazione almeno il 10% del capitale sottoscritto rappresentato dalla categoria di azioni oggetto della domanda di ammissione alla negoziazione sia detenuto dal pubblico.**<br>**2. Qualora si chieda l'ammissione alla negoziazione di azioni fungibili con azioni già ammesse alla negoziazione, il gestore del mercato regolamentato valuta, per** | Identico |

| Modifiche poste in consultazione | Testo finale |
|---|---|
| **soddisfare il requisito di cui al comma precedente, se sia stato distribuito al pubblico un numero sufficiente di azioni rispetto alla totalità delle azioni emesse e non solo rispetto alle azioni fungibili con azioni già ammesse alla negoziazione.**<br>**3. In deroga al comma 1, il regolamento del mercato regolamentato può prevedere, specificando le relative condizioni, almeno uno dei seguenti requisiti per la domanda di ammissione alla negoziazione di azioni:**<br>**a) un numero di azioni sufficiente è detenuto dal pubblico;**<br>**b) le azioni sono detenute da un numero sufficiente di azionisti;**<br>**c) il valore di mercato delle azioni detenute dal pubblico rappresenta un livello sufficiente del capitale sottoscritto nella categoria di azioni interessata.** | |
| (…)<br>Titolo II<br>Obblighi informativi e di comunicazione<br>(…)<br>Capo III<br>Organizzazione e funzionamento delle sedi di negoziazione<br>(…)<br>Art. 45<br>(Comunicazioni da parte di mercati di crescita per le piccole e medie imprese)<br><br>1. Le sedi di negoziazione, **o loro segmenti**, che intendono registrarsi come mercati di crescita per le piccole e medie imprese secondo quanto indicato dall'articolo 78 del regolamento delegato (UE) 2017/565, trasmettono alla Consob le seguenti informazioni: | *Il testo è stato parzialmente modificato in accoglimento delle osservazioni descritte nel precedente par. 2.2.2 lett. b)* (v. sopra)<br><br>(…)<br>Titolo II<br>Obblighi informativi e di comunicazione<br>(…)<br>Capo III<br>Organizzazione e funzionamento delle sedi di negoziazione<br>(…)<br>Art. 45<br>(Comunicazioni da parte di mercati di crescita per le piccole e medie imprese)<br><br>1. Le sedi di negoziazione, o loro segmenti, che intendono registrarsi come mercati di crescita per le piccole e medie imprese secondo quanto indicato dall'articolo 78 del regolamento delegato (UE) 2017/565, trasmettono alla Consob le seguenti informazioni:<br>a) le verifiche effettuate per determinare se almeno il 50% degli emittenti ammessi alla |

| Modifiche poste in consultazione | Testo finale |
|---|---|
| a) le verifiche effettuate per determinare se almeno il 50% degli emittenti ammessi alla negoziazione sul sistema multilaterale di negoziazione è costituito da piccole e medie imprese;<br>b) l'elenco degli emittenti, indicando per ciascuno di essi laddove rilevante ai fini delle verifiche di cui alla lettera a):<br>i) gli strumenti finanziari (denominazione e codice ISIN) ammessi alla negoziazione;<br>ii) il numero medio di dipendenti;<br>iii) il totale di bilancio;<br>iv) il fatturato annuo netto;<br>c) il regolamento del mercato dal quale risulti il rispetto dei requisiti di cui all'articolo 78, paragrafo 2, del regolamento delegato (UE) 2017/565;<br>**c-*bis*) nel caso dell'istanza di registrazione di un segmento, le informazioni sulle misure poste in essere per determinare il rispetto di tutte le condizioni di cui all'articolo 69, paragrafo 2-*bis*, del Testo Unico.**<br>2. Le sedi di negoziazione trasmettono, entro il mese di maggio di ciascun anno, le informazioni di cui al comma 1, lettere a) e b), relative all'anno precedente. | negoziazione sul sistema multilaterale di negoziazione è costituito da piccole e medie imprese;<br>b) l'elenco degli emittenti, indicando per ciascuno di essi laddove rilevante ai fini delle verifiche di cui alla lettera a):<br>i) gli strumenti finanziari (denominazione e codice ISIN) ammessi alla negoziazione;<br>ii) il numero medio di dipendenti;<br>iii) il totale di bilancio;<br>iv) il fatturato annuo netto;<br>c) il regolamento del mercato dal quale risulti il rispetto dei requisiti di cui all'articolo 78, paragrafo 2, del regolamento delegato (UE) 2017/565;<br>c-*bis*) nel caso dell'istanza di registrazione di un segmento, le informazioni sulle misure poste in essere per determinare il rispetto di tutte le condizioni di cui all'articolo 69, comma 2-*bis*, **lettere a), b) e c),** del Testo Unico.<br>2. Le sedi di negoziazione trasmettono, entro il mese di maggio di ciascun anno, le informazioni di cui al comma 1, lettere a) e b), relative all'anno precedente. |
| ***<u>Modifiche al Regolamento Emittenti</u>***<br><br>PARTE I<br>FONTI NORMATIVE E DEFINIZIONI<br>(…)<br>Art. 2<br>(Definizioni)<br>1. Nel presente regolamento si intendono per:<br><br>(…)<br>a-bis) "borsa": i mercati regolamentati, ovvero i relativi comparti o segmenti, nei quali **è chiesta** l'ammissione a quotazione **ai sensi dell'articolo 66, comma 1, del Testo unico** ~~risponde alle condizioni fissate dalla direttiva 2001/34/CE~~;<br>(…) | Identico |

| Modifiche poste in consultazione | Testo finale |
|---|---|
| **c) Disciplina della ricerca finanziaria** | |
| ***Modifiche al Regolamento Intermediari***<br><br>TITOLO V<br>INCENTIVI<br>(…)<br>Capo III<br>Ricerca in materia di investimenti<br>(…)<br>**Art. 59-*bis***<br>**(Obblighi di conservazione)**<br><br>**1. I soggetti abilitati conservano un registro dei costi totali imputabili alla ricerca loro fornita da parte di terzi, se ne sono a conoscenza. Su richiesta, tali informazioni sono messe a disposizione dei clienti su base annuale.** | Identico |
| **Art. 59-*ter***<br>**(Ricerca sponsorizzata dall'emittente)**<br><br>**1. I soggetti abilitati alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento che producono o distribuiscono ricerca sponsorizzata dall'emittente ai sensi dell'articolo 21-*bis*, comma 3, del Testo Unico mettono in atto disposizioni organizzative per assicurare che tale ricerca sia prodotta nel rispetto del codice di condotta dell'UE di cui all'articolo 24, paragrafo 3-*quater*, della direttiva 2014/65/UE e relative norme tecniche di regolamentazione e risulti conforme a quanto previsto dai commi 1 e 3 dell'articolo 21-*bis* del Testo Unico, nonché dal comma 2 del presente articolo.**<br>**2. La ricerca qualificata come "ricerca sponsorizzata dall'emittente" indica sulla prima pagina, in modo chiaro ed evidente,** | Identico |

| Modifiche poste in consultazione | Testo finale |
|---|---|
| **che è stata preparata conformemente al codice di condotta dell'UE per la ricerca sponsorizzata dall'emittente. Qualsiasi altro materiale di ricerca pagato in tutto o in parte dall'emittente ma non preparato conformemente a tale codice di condotta dell'UE per la ricerca sponsorizzata dall'emittente è qualificato come comunicazione pubblicitaria e promozionale.**<br>**3. Qualsiasi emittente può trasmettere la ricerca da esso sponsorizzata di cui all'articolo 21-*bis*, comma 3, del Testo Unico al pertinente organismo di raccolta quale definito ai sensi dell'articolo 2, punto 2, del regolamento (UE) 2023/2859. Nel trasmettere tale ricerca all'organismo di raccolta, l'emittente garantisce che sia corredata di metadati che specifichino che le informazioni sono conformi al codice di condotta dell'UE per la ricerca sponsorizzata dall'emittente. Tale ricerca non è considerata alla stregua delle informazioni previste dalla regolamentazione come definite dalla direttiva 2004/109/CE né come ricerca in materia di investimenti ai sensi della direttiva 2014/65/UE e non è pertanto soggetta allo stesso livello di controllo normativo delle informazioni previste dalla regolamentazione o della ricerca in materia di investimenti.** | |
| **Art. X**<br>**(*Disposizioni transitorie*)**<br><br>**1. I soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento che producono o distribuiscono ricerca sponsorizzata** | *Il periodo transitorio è stato prolungato in accoglimento delle osservazioni descritte nel paragrafo 2.2.3 lett. a)* (v. sopra). *Di seguito si riporta il testo contenuto nella delibera:*<br><br>**Art. 4**<br>*(Disposizioni transitorie e finali)*<br>(…)<br><br>**2.** I soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento che producono o |

| Modifiche poste in consultazione | Testo finale |
|---|---|
| **dall'emittente si adeguano agli obblighi discendenti dall'articolo 21-*bis*, commi 1 e 3, del Testo Unico e dall'articolo 59-*ter* del presente regolamento decorsi tre mesi dalla data di entrata in vigore delle norme tecniche di regolamentazione previste dall'articolo 24, paragrafo 3-*quater*, della direttiva 2014/65/UE**. | distribuiscono ricerca sponsorizzata dall'emittente si adeguano agli obblighi discendenti dall'articolo 21-*bis*, commi 1 e 3, del Testo unico e dall'articolo 59-*ter* del Regolamento Intermediari, come introdotto dalla presente delibera, ~~decorsi~~**entro** sei mesi dalla data di entrata in vigore delle norme tecniche di regolamentazione previste dall'articolo 24, paragrafo 3-*quater*, della direttiva 2014/65/UE. |

### 3.2 TABELLA 2 – COORDINAMENTO CON IL D.LGS. N. 47/2026 DI RIFORMA DEL TUF (PARTE OPA)

| Modifiche regolamentari | Considerazioni |
|---|---|
| ***Modifiche al Regolamento Emittenti***<br>PARTE I<br>FONTI NORMATIVE E DEFINIZIONI<br><br>Art. 2<br>(Definizioni)<br><br>(…)<br>7. ~~Alle offerte di vendita di strumenti finanziari effettuate da internalizzatori sistematici diverse da quelle indicate nei commi 4 e 6, numero 1, si applica, ove ne ricorrano i presupposti, l'articolo 100-bis, commi 1 e 2, del Testo unico~~. | Identico |
| PARTE II<br>APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO<br>(…)<br>TITOLO II<br>OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO O DI SCAMBIO<br><br>Capo I<br>Disposizioni generali<br><br>Art. 35 | Identico |

| Modifiche regolamentari | Considerazioni |
|---|---|
| (Definizioni)<br><br>1. Nel presente Titolo si intendono per:<br>a) "giorni": i giorni di negoziazione intesi come giorni di apertura dei mercati regolamentati situati od operanti sul territorio italiano secondo il calendario pubblicato dalla Consob sul proprio sito internet;<br>b) "**parti interessate**~~soggetti interessati~~": **i soggetti indicati dall'articolo 101-*bis*, comma 4-*quater*, del Testo unico** ~~l'offerente, l'emittente, i soggetti ad essi legati da rapporti di controllo, le società sottoposte a comune controllo, le società collegate, i componenti dei relativi organi di amministrazione e controllo e direttori generali, i soci dell'offerente o dell'emittente aderenti ad uno dei patti oggetto di comunicazione ai sensi dell'articolo 122 del Testo unico nonché coloro che operano di concerto con l'offerente o l'emittente~~; | |
| Art. 37-*bis*<br>(Garanzie)<br><br>1. L'offerente può effettuare la comunicazione prevista dall'articolo 37 solo dopo essersi messo in condizione di poter far fronte pienamente ad ogni impegno di pagamento del corrispettivo in **denaro** ~~contanti~~ ovvero dopo aver adottato tutte le misure ragionevoli per assicurare il soddisfacimento degli impegni relativi a corrispettivi di altra natura. Nel caso in cui siano offerti in scambio prodotti finanziari emessi dall'offerente, è sufficiente che sia stato convocato l'organo competente alla emissione di tali prodotti finanziari.<br>(…) | Identico |
| Art. 37-*ter*<br>(Promozione dell'offerta)<br>1. L'offerente promuove l'offerta presentando alla Consob:<br>a) il documento d'offerta e l'eventuale scheda di adesione redatti, rispettivamente, secondo gli schemi contenuti negli Allegati 2A e 2B; | Identico |

| Modifiche regolamentari | Considerazioni |
|---|---|
| b) un'attestazione circa l'avvenuta presentazione alle autorità competenti delle comunicazioni o domande di autorizzazione richieste dalla normativa applicabile all'operazione.<br>2. I documenti indicati nel comma 1, lettera a), sono trasmessi ~~anche~~ in formato elettronico.<br>3. Dell'intervenuta promozione dell'offerta è data senza indugio notizia, mediante un comunicato reso noto al mercato. | |
| Art. 38<br>(Documento d'offerta)<br><br>1. Il documento d'offerta, approvato dalla Consob e integrato secondo le eventuali richieste ai sensi dell'articolo 102, comma 4, del Testo unico, è trasmesso senza indugio alla Consob e all'emittente, ~~anche~~ in formato elettronico. L'offerente diffonde senza indugio un comunicato al mercato per dare notizia dell'intervenuta sospensione dei termini istruttori effettuata dalla Consob ai sensi dell'articolo 102, comma 4, del Testo Unico, nonché del riavvio degli stessi.<br>2. Il documento è inviato agli intermediari incaricati ~~almeno~~ in formato elettronico e diffuso ai sensi dell'articolo 36, comma 3. Della pubblicazione e delle modalità di diffusione del documento è data contestuale notizia mediante un comunicato reso noto al mercato.<br>(…)<br>5. Ogni fatto nuovo o inesattezza del documento d'offerta che possa influire sulla valutazione degli strumenti finanziari, che si verifichi o sia riscontrata nel periodo intercorrente tra la pubblicazione del documento e la conclusione del periodo di adesione o dell'eventuale periodo di riapertura previsto dall'articolo 40-bis, è oggetto di apposito supplemento da allegare al documento d'offerta e da pubblicare con le stesse modalità utilizzate per quest'ultimo. Il supplemento è pubblicato decorsi tre giorni dal suo ricevimento da parte della Consob con le | Identico |

| Modifiche regolamentari | Considerazioni |
|---|---|
| eventuali modifiche da questa richieste e contestualmente trasmesso all'emittente. Copia del supplemento pubblicato è trasmesso alla Consob e all'emittente ~~anche~~ in formato elettronico. | |
| Art. 38-*bis*<br>(Riconoscimento in Italia del documento di offerta approvato dall'autorità di vigilanza di altri Stati membri della Unione europea)<br><br>1. Il documento di offerta, approvato dall'autorità di vigilanza di un altro Stato membro della Unione europea, è riconosciuto in Italia previo invio dello stesso alla Consob tradotto **in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale o** in lingua italiana, unitamente al provvedimento di approvazione del documento reso dall'autorità dello Stato membro di origine.<br>2. Nel caso in cui il documento d'offerta sia redatto **o tradotto** in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale, lo stesso è trasmesso, unitamente ad una nota contenente la traduzione in lingua italiana delle parti del documento relative agli elementi essenziali dell'offerta individuati dall'articolo 6, paragrafo 3, della direttiva 2004/25/CE, in quanto applicabile nonché dell'eventuale paragrafo contenente le avvertenze e/o i fattori di rischio dell'operazione.<br>3. I documenti in lingua italiana di cui ai commi 1 e 2 sono integrati dalle informazioni concernenti le modalità di adesione all'offerta svolta in Italia, le relative modalità di pagamento del corrispettivo nonché il regime fiscale applicabile.<br>(…)<br>7. L'emittente, l'offerente o altra persona responsabile della redazione del documento d'offerta, si assume la responsabilità delle traduzioni previste dal presente articolo con apposita dichiarazione. | Identico |
| Art. 38-*ter* | |

| Modifiche regolamentari | Considerazioni |
|---|---|
| (Riconoscimento in Italia del documento di offerta approvato dall'autorità di vigilanza di Stati **extra-UE**~~extracomunitari~~)<br><br>1. Il documento di offerta approvato dall'autorità di vigilanza di uno Stato ~~extracomunitario~~ **extra-UE** con la quale la Consob abbia accordi di cooperazione è riconosciuto in Italia ove:<br>a) gli strumenti finanziari oggetto di offerta siano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato del medesimo Stato ~~extracomunitario~~ **extra-UE** ovvero l'emittente sia soggetto alla vigilanza su base continuativa della relativa autorità;<br>b) il documento contenga almeno le informazioni concernenti gli elementi essenziali dell'offerta individuati dall'articolo 6, paragrafo 3, della direttiva 2004/25/CE, in quanto applicabile, nonché le avvertenze e/o i fattori di rischio dell'operazione.<br>2. Ai fini del riconoscimento, l'offerente trasmette alla Consob il documento d'offerta tradotto **in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale o** in lingua italiana, unitamente al provvedimento di approvazione del documento reso dall'autorità di vigilanza dello Stato extracomunitario.<br>3. Nel caso in cui il documento d'offerta sia ~~è~~ redatto **o tradotto** in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale, lo stesso è trasmesso unitamente ad una nota contenente la traduzione in lingua italiana delle parti del documento relative agli elementi indicati nel comma 1, lettera b).<br>(…)<br>7. Alle traduzioni previste dal presente articolo si applica l'articolo **38-*bis*, comma 7**~~11, comma 1, lettera c), ultimo periodo~~. | Identico |
| Art. 41<br>(Norme di trasparenza) | Identico |

| Modifiche regolamentari | Considerazioni |
|---|---|
| 1. Le dichiarazioni e le comunicazioni diffuse relativamente all'offerta indicano il soggetto che le ha rese e sono ispirate a principi di chiarezza, completezza e conoscibilità da parte di tutti i destinatari.<br>2. Durante il periodo intercorrente fra la data della comunicazione prevista dall'articolo 102, comma 1, del Testo unico e la data ultima di pagamento del corrispettivo:<br>a) ~~i soggetti interessati~~ **le parti interessate** rendono note le dichiarazioni riguardanti l'offerta e/o l'emittente con le modalità previste dall'articolo 36. Fermo quanto previsto dall'articolo 39, l'emittente con strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato rende note eventuali dichiarazioni concernenti l'offerta anche nel rispetto dell'articolo 17 del regolamento (UE) n. 596/2014;<br>b) l'offerente e coloro che agiscono di concerto con esso, qualora abbiano intenzione di cedere a terzi, anche indirettamente o per interposta persona, i prodotti finanziari oggetto dell'offerta, ne danno notizia alla Consob e al mercato entro la giornata precedente l'operazione. Non si considerano terzi le società appartenenti al gruppo dell'offerente e di chi agisce di concerto con esso;<br>c) ~~i soggetti interessati~~ **le parti interessate** comunicano entro la giornata alla Consob e al mercato le operazioni da essi compiute, anche indirettamente o per interposta persona:<br>1) di acquisto e vendita dei prodotti finanziari oggetto d'offerta indicando i corrispettivi pattuiti;<br>2) aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati connessi ai prodotti oggetto di offerta, indicandone i termini essenziali;<br>d) l'offerente e i soggetti incaricati della raccolta delle adesioni diffondono almeno settimanalmente i dati sulle adesioni; nelle offerte su strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato la diffusione avviene giornalmente tramite il gestore del mercato. | *Con l'occasione, è eliminato il richiamo, contenuto al comma 7, all'art. 152-octies del RE, ormai abrogato*<br><br>*(...)*<br>7. Nei sei mesi successivi alla data ultima di pagamento del corrispettivo, l'offerente e le persone che agiscono di concerto con esso rendono note alla Consob, con cadenza mensile, le operazioni di acquisto e vendita aventi ad oggetto i prodotti finanziari indicati al comma 2, lettera c), numeri 1 e 2, che siano state effettuate nel mese di riferimento, indicandone i termini essenziali. L'informazione non è dovuta se tali operazioni sono comunicate ai sensi dell'articolo 19 del regolamento (UE) n. 596/2014 ~~o dell'articolo 152-octies~~. |

| Modifiche regolamentari | Considerazioni |
|---|---|
| (…) | |
| Art. 42<br>(Norme di correttezza)<br><br>1~~. I soggetti interessati~~**Le parti interessate** si attengono a principi di correttezza e di parità di trattamento dei destinatari dell'offerta che si trovino in identiche condizioni, compiono tempestivamente le attività e gli adempimenti connessi allo svolgimento dell'offerta, non eseguono operazioni sul mercato volte a influenzare le adesioni all'offerta e si astengono da comportamenti e da accordi diretti ad alterare situazioni rilevanti per i presupposti dell'offerta pubblica di acquisto o di scambio obbligatoria.<br>(…) | Identico |
| (…)<br>Capo II<br>Offerte pubbliche di acquisto obbligatorie<br><br>Art. 44-*bis*<br>(Regime delle azioni private del diritto di voto)<br><br>1. Le azioni proprie detenute dall'emittente, anche indirettamente, sono escluse dal capitale sociale su cui si calcola la partecipazione rilevante ai fini dell'articolo 106, commi 1~~, 1-bis, 1-ter~~ e 3, lettera b), del Testo unico.<br>2. Il comma 1 non si applica nel caso in cui il superamento delle soglie indicate nell'articolo 106, commi 1~~, 1-bis, 1-ter~~ e 3, lettera b), del Testo unico, consegua ad acquisti di azioni proprie, effettuati, anche indirettamente, da parte dell'emittente in esecuzione di una delibera che, fermo quanto previsto dagli articoli 2368 e 2369 del codice civile, sia stata approvata anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci dell'emittente, presenti in assemblea, diversi dal socio o da soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al 10 per cento.<br>(…) | Identico |

| Modifiche regolamentari | Considerazioni |
|---|---|
| Art. 44-*bis*.1<br>(Maggiorazione del diritto di voto e azioni a voto plurimo)<br><br>1. Nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, la partecipazione rilevante ai sensi dell'articolo 106, commi 1~~, 1-bis, 1-ter,~~ e 3, lettera b), del Testo unico è calcolata tenendo conto del numero dei diritti di voto, esercitabili nelle deliberazioni assembleari riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza, in rapporto al numero complessivo dei diritti di voto comunicati dall'emittente ai sensi dell'articolo 85-bis. | Identico |
| Art. 44-*ter*<br>(Strumenti finanziari derivati)<br><br>1. Ai fini del calcolo delle soglie previste dall'articolo 106, commi 1~~, 1-bis, 1-ter~~ e 3, lettera b), del Testo unico, sono computati gli strumenti finanziari derivati, detenuti anche indirettamente, per il tramite di fiduciari o per interposta persona, che conferiscano una posizione lunga sui titoli indicati nell'articolo 105, comma 2, del Testo unico, nella misura del numero totale di titoli sottostanti. Nel caso in cui il numero di titoli sottostanti sia variabile, si fa riferimento al quantitativo massimo previsto dallo strumento finanziario.<br>2. Ai fini del calcolo delle soglie indicate nel comma 1 non si computano gli strumenti finanziari derivati che conferiscono una posizione lunga ove:<br>(…)<br>d) il superamento della soglia sia determinato da strumenti finanziari derivati detenuti, a fini di copertura delle posizioni di un cliente, da un soggetto abilitato come definito dall'articolo 1, comma 1, lettera r), del Testo unico, da un'impresa di investimento **UE**~~comunitaria~~ operante in libera prestazione di servizi ovvero da un'entità equivalente autorizzata da | Identico |

| Modifiche regolamentari | Considerazioni |
|---|---|
| un'Autorità di vigilanza di uno Stato ~~extracomunitario~~ **extra-UE** con cui la Consob abbia accordi di cooperazione. | |
| Art. 44-*quater*<br>(Persone che agiscono di concerto)<br>(…)<br>2. I seguenti casi di cooperazione tra più soggetti non configurano di per sé un'azione di concerto ai sensi dell'articolo 101-bis, comma 4, del Testo unico:<br>a) il coordinamento tra azionisti al fine di esercitare le azioni e i diritti loro attribuiti dagli articoli 2367, 2377, 2388, 2393-bis, 2395, 2396, **2396-ter** ~~2408~~, **2396-quater** ~~2409~~ e 2497 del codice civile ovvero dagli articoli, 126-bis, 127-ter e 157 del Testo unico;<br>(…) | Identico |
| Art. 45<br>(Acquisto indiretto)<br><br>1. L'acquisto, anche di concerto, di una partecipazione che consente di disporre del diritto di voto in misura superiore all**a**~~e~~ sogli**a**~~e~~ indicat**a**~~e~~ dall'articolo 106, comm**a**~~i~~ 1, ~~1-bis e 1-ter,~~ sugli argomenti indicati nell'articolo 105 del Testo unico di una società quotata, ovvero di detenere il controllo di una società non quotata, determina l'obbligo dell'offerta pubblica, a norma dell'articolo 106, comma 3, lettera a), del Testo unico quando l'acquirente venga così a detenere, indirettamente o per effetto della somma di partecipazioni dirette e indirette, la partecipazione superiore alle **predetta** sogli**a**~~e~~ ~~indicate dall'articolo 106, commi 1, 1-bis e 1-ter, del Testo unico~~ in una società quotata.<br>1-bis. L'obbligo previsto dal comma 1 si applica anche in caso di superamento dell**a**~~e~~ sogli**a**e indicat**a**e dall'articolo 106, comm**a**~~i~~ 1 ~~e 1-ter~~, del Testo unico a seguito della maggiorazione dei diritti di voto. | Identico |
| Art. 46<br>(Consolidamento della partecipazione) | Identico |

| Modifiche regolamentari | Considerazioni |
|---|---|
| 1. L'obbligo di offerta di cui all'articolo 106, comma 3, lettera b), del Testo unico consegue alla maggiorazione, ovvero all'acquisto, anche indiretto ai sensi dell'articolo 45, di più del **10**~~5~~ per cento del numero complessivo dei diritti di voto ovvero del capitale rappresentato da titoli che attribuiscono diritti di voto sugli argomenti indicati nell'articolo 105 del Testo unico nell'arco di dodici mesi. | |
| Art. 47-*ter*<br>(Riduzione del prezzo in caso di eventi eccezionali)<br><br>(…)<br>2. Il prezzo dell'offerta rettificato in diminuzione coincide con il maggiore tra:<br>a) il prezzo più elevato pagato per acquisti di titoli della medesima categoria dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo, nel periodo dei **sei** ~~dodici~~ mesi di cui all'articolo 106, comma 2, primo periodo, del Testo unico, non influenzato dall'evento stesso; e<br>(…) | Identico |
| Art. 47-*quater*<br>(Riduzione del prezzo in caso di manipolazione)<br><br>(…)<br><br>3. Il prezzo dell'offerta rettificato in diminuzione dalla Consob coincide con il maggiore tra:<br>a) il prezzo più elevato pagato per acquisti di titoli della medesima categoria dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo, nel periodo dei **sei** ~~dodici~~ mesi di cui all'articolo 106, comma 2, primo periodo, del Testo unico, non influenzato dalla condotta manipolativa e<br>(…) | Identico |
| Art. 49 | |

| Modifiche regolamentari | Considerazioni |
|---|---|
| (Esenzioni)<br><br>1. L'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 non sussiste se:<br><br>(…)<br><br>d-bis) nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, il superamento della soglia è determinato dalla riduzione del numero complessivo dei diritti di voto esercitabili sugli argomenti indicati dall'articolo 105 del Testo unico, salvo che il soggetto interessato abbia acquistato, anche di concerto, una partecipazione che, calcolata in rapporto al numero complessivo dei titoli emessi dall'emittente che attribuiscono il diritto di voto sui medesimi argomenti, eccede le soglie indicate dai commi 1~~, 1-bis, 1-ter~~ e comma 3, lettera b), dell'articolo 106 del Testo unico;<br>e) le soglie previste dall'articolo 106, commi 1~~, 1-bis, 1-ter,~~ e 3, lettera b), del Testo unico, sono superate e il soggetto si impegna a cedere a parti non correlate i titoli, ovvero ridurre i diritti di voto, in eccedenza entro dodici mesi e a non esercitare i medesimi diritti. Qualora a superare la soglia sia un soggetto abilitato al servizio di investimento previsto dall'articolo 1, comma 5, lettera c), del Testo unico che assume garanzia nell'ambito di un aumento di capitale ovvero di un'operazione di collocamento titoli, il termine per la cessione delle azioni in eccedenza è pari a diciotto mesi, fermo l'impegno a non esercitare i relativi diritti di voto;<br>f) le soglie previste dall'articolo 106, commi 1~~, 1-bis, 1-ter~~ e 3, lettera b), del Testo unico sono superate per effetto dell'acquisto di strumenti finanziari derivati e l'acquirente si impegna a cedere a parti non correlate i derivati o i titoli in eccedenza entro sei mesi e a non esercitare nel medesimo periodo diritti di voto in misura superiore alla soglia superata; | Identico |

| Modifiche regolamentari | Considerazioni |
|---|---|
| g) è conseguente ad operazioni di fusione**,** ~~o~~ scissione **o aumento di capitale mediante conferimento di beni in natura,** approvate con delibera assembleare della società i cui titoli dovrebbero altrimenti essere oggetto di offerta e, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile, senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi dal socio che acquista la partecipazione superiore alla soglia rilevante e dal socio o dai soci che detengono, anche di concerto tra loro, la partecipazione di maggioranza anche relativa purché superiore al 10 per cento;<br>(…) | |
| Art. 50-*bis*<br>(Determinazione del corrispettivo costituito in tutto o in parte da titoli)<br><br>(…)<br>2. Nei casi previsti dall'articolo 50, comma 4, lettere b) e c), il corrispettivo assume la stessa forma di quello dell'offerta e resta invariata la proporzione fra titoli e **denaro** ~~contanti~~.<br>3. Nei casi previsti dall'articolo 50, comma 5, il corrispettivo assume la stessa forma di quello dell'offerta e la proporzione fra titoli e **denaro** ~~contanti~~ è stabilita, a partire dal valore determinato in termini monetari ai sensi dell'articolo 50, sulla base della media dei prezzi ufficiali giornalieri dei titoli offerti in scambio, ponderati per i quantitativi negoziati, rilevati sul mercato nel mese precedente la determinazione del corrispettivo da parte della Consob. Nel caso in cui i titoli offerti in scambio non siano ~~quotati~~ **ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato dell'Unione europea**, ai medesimi fini si applica la valutazione indicata dall'offerente in occasione della precedente offerta. | Identico |
| Art. 50-*ter* | |

| Modifiche regolamentari | Considerazioni |
|---|---|
| (Conversione in contanti del corrispettivo su richiesta del possessore dei titoli)<br><br>1. L'entità del corrispettivo da corrispondere in **denaro** ~~contanti~~ su richiesta del possessore dei titoli ai sensi dell'articolo 108, comma 5, **secondo periodo**, del Testo unico è determinata:<br>a) nell'ipotesi in cui il corrispettivo sia pari a quello della precedente offerta ai sensi dell'articolo 108, comma 3, del Testo unico o dell'articolo 50-bis, comma 2, ~~valorizzando i titoli offerti in scambio sulla base della media ponderata dei prezzi ufficiali rilevati nei cinque giorni precedenti la data di pagamento della precedente offerta. Nel caso in cui i titoli offerti in scambio non fossero quotati ai medesimi fini si applica~~ **in base al**la valutazione **dei titoli offerti in scambio** indicata dall'offerente in occasione della precedente offerta;<br>b) in caso di determinazione da parte della Consob ai sensi dell'articolo 50-bis, comma 3, in misura pari alla valutazione in termini monetari effettuata dalla Consob. | Identico |
| Art. 50-*quater*<br>(Corrispettivo per l'esercizio del diritto di acquisto)<br><br>1. Salvo quanto previsto dall'articolo 108, comma 3, del Testo unico, la determinazione del corrispettivo per l'esercizio del diritto di acquisto viene effettuata sulla base delle previsioni contenute negli articoli 50, 50-bis e 50-ter.<br>2. Nei casi indicati all'articolo 108, comma 5, del Testo unico, nell'ipotesi in cui il possessore dei titoli non opti per il corrispettivo in **denaro** ~~contanti~~ nell'ambito della procedura ai sensi dell'articolo 108, comma 1, del medesimo Testo unico, il corrispettivo per l'esercizio del diritto di acquisto assume la stessa forma di quello dell'offerta precedente. | Identico |
| Art. 50-*quinquies* | |

| Modifiche regolamentari | Considerazioni |
|---|---|
| (Termini e procedura dell'obbligo e del diritto di acquisto)<br><br>1. La durata del periodo per la presentazione delle richieste di vendita connesse all'adempimento dell'obbligo di acquisto previsto all'articolo 108, commi 1 e 2, del Testo unico e dell'eventuale corrispettivo in **denaro** ~~contanti~~ è concordata con il gestore del mercato tra un minimo di quindici e un massimo di venticinque giorni. La procedura per l'esercizio congiunto dell'obbligo di acquisto previsto dall'articolo 108, comm~~ai~~ 1 **e 2**, del Testo unico e del diritto di acquisto previsto dall'articolo 111 del Testo unico è concordata con la Consob e il gestore del mercato.<br>(…)<br>5. L'offerente, successivamente all'adempimento dell'obbligo di acquisto di cui all'articolo 108, comma 2, del Testo unico, diffonde un comunicato ai sensi dell'articolo 36 con cui rende noti al mercato:<br>a) gli esiti dell'adempimento dell'obbligo di acquisto;<br>b) la partecipazione complessivamente detenuta nel capitale dell'emittente;<br>c) l'eventuale ricorrere dei presupposti previsti per l'obbligo di acquisto ai sensi dell'articolo 108, comm~~ia~~ 1 **e 2** del Testo unico e per l'esercizio del diritto di acquisto di cui all'articolo 111, comma 1, del Testo unico, indicandone le modalità di espletamento;<br>(…) | *Rispetto al testo sottoposto alla consultazione, sono state apportate ulteriori modifiche di coordinamento al comma 5 [v. sopra par. 2.2.4, b)].*<br><br>5. L'offerente, successivamente all'adempimento dell'obbligo di acquisto di cui all'articolo 108, comma 2, del Testo unico, diffonde un comunicato ai sensi dell'articolo 36 con cui rende noti al mercato:<br>a) gli esiti dell'adempimento dell'obbligo di acquisto;<br>b) la partecipazione complessivamente detenuta nel capitale dell'emittente;<br>c) **le modalità di espletamento dell'**~~l'~~eventuale ~~ricorrere dei presupposti previsti per l'obbligo di acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 1 del Testo unico e per l'esercizio del~~ diritto di acquisto di cui all'articolo 111, comma 1, del Testo unico~~,~~ ~~indicandone le modalità di espletamento~~;<br>(…) |
| | *Sono state inserite ulteriori modifiche all'Allegato 2A, al fine di coordinare il relativo testo con il periodo di riferimento per il calcolo del "prezzo più elevato", che ai sensi dell'art. 106 del TUF è stato ridotto da 12 mesi a 6 mesi*<br><br>Allegato 2 al regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti<br><br>**ALLEGATO 2A** |

| Modifiche regolamentari | Considerazioni |
|---|---|
| | Modalità di redazione del documento d'offerta<br>(…)<br>Parte seconda: Schemi di documento di offerta<br><br>(…)<br><br>SCHEMA 1 - OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO AVENTI AD OGGETTO STRUMENTI FINANZIARI NEGOZIATI SU UN MERCATO REGOLAMENTATO DELL'UNIONE EUROPEA<br><br>(…)<br>E) CORRISPETTIVO UNITARIO PER GLI STRUMENTI FINANZIARI E SUA GIUSTIFICAZIONE<br>e.1 - Indicazione del corrispettivo, precisando, nel caso di OPA obbligatoria effettuata ai sensi dell'articolo 106, comma 1, del Testo unico, per ciascuna categoria di titoli, il prezzo più elevato pagato dall'offerente o da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei **6**~~12~~ mesi anteriori alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, del Testo unico, per l'acquisto di titoli della medesima categoria ed i criteri seguiti per la sua determinazione; in particolare dovrà essere precisato se ai fini della determinazione di detto corrispettivo o del prezzo più elevato pagato l'offerente si sia avvalso di pareri di esperti o di appositi documenti di valutazione; in tale ipotesi dovranno essere indicate le metodologie, i principali parametri utilizzati nonché le risultanze di ciascuno dei criteri di valutazione utilizzati; specificare inoltre se, nell'ambito dell'operazione esistano ulteriori accordi o siano stati pattuiti corrispettivi ulteriori anche in natura, precisando, in caso di sussistenza, se essi assumono rilevanza ai fini della determinazione del prezzo di offerta; tali informazioni, ove applicabili, devono essere rese anche nel caso di OPA volontaria. Nel caso in cui tale prezzo derivi da acquisti di strumenti finanziari derivati, si dovranno |

| Modifiche regolamentari | Considerazioni |
|---|---|
| | indicare gli elementi previsti dal nuovo articolo 44-ter, comma **6**~~7~~, del Regolamento Emittenti ai fini della determinazione del prezzo dell'OPA (i.e. prezzo di riferimento, importi corrisposti o ricevuti per l'acquisto della posizione lunga).<br>Nel caso di OPA obbligatoria effettuata ai sensi dell'articolo 106, comma 1, del Testo unico e qualora per talune categorie di titoli non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso nei 12 mesi anteriori alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, del Testo unico, indicare, per tali categorie, la media aritmetica ponderata dei prezzi di mercato degli ultimi **6**~~12~~ mesi o del minor periodo disponibile; nel caso in cui il corrispettivo offerto sia superiore alla suddetta media, indicare se, ai fini della determinazione di detto corrispettivo, l'offerente si sia avvalso di pareri di esperti o di appositi documenti di valutazione: in tale ipotesi dovranno essere indicate le metodologie, i principali parametri utilizzati nonché le risultanze di ciascuno dei criteri di valutazione utilizzati.<br><br>(…) |