



**PROPOSTE DI MODIFICA DEI REGOLAMENTI IN MATERIA DI EMITTENTI, INTERMEDIARI E MERCATI,
PER L'ADEGUAMENTO AL *LISTING ACT* E PER L'ADEGUAMENTO A TALUNE MODIFICHE IN MATERIA
DI APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO DERIVANTI DAL D.LGS. 47/2026**

**Documento per la consultazione
18 Giugno 2026**



Obiettivi

- Adeguare la regolamentazione Consob alle novità introdotte dal Listing Act europeo e dal d.lgs. 86/2026.
- Coordinare la disciplina regolamentare in materia di offerte pubbliche e di OPA/OPS con talune modifiche al TUF introdotte dal d.lgs. 47/2026.
- Semplificare l'accesso ai mercati dei capitali, mantenendo adeguati presìdi di trasparenza e tutela degli investitori.
- Favorire una maggiore proporzionalità degli oneri regolamentari per emittenti e operatori.



Atti regolamentari modificati

- Regolamento Emittenti.
- Regolamento Mercati.
- Regolamento Intermediari.



A chi è rivolto?

- Emittenti e offerenti.
- Società con strumenti finanziari quotati o negoziati.
- Gestori di mercati regolamentati e di sistemi multilaterali di negoziazione.
- Intermediari e soggetti abilitati alla prestazione di servizi di investimento.
- Investitori, associazioni di categoria, operatori del mercato e altri soggetti interessati.



Come partecipare

Le osservazioni al documento di consultazione dovranno pervenire entro il **20 luglio 2026** per il tramite del [SIPE – Sistema Integrato Per l’Esterno](#) compilando l’[apposito form allegato al presente documento di consultazione](#).



Principali impatti e prossime tappe

- Riduzione e razionalizzazione degli oneri per alcune offerte pubbliche di dimensione contenuta.
- Maggiore flessibilità nei requisiti di accesso alla quotazione, anche attraverso criteri alternativi al solo flottante percentuale.
- Adeguamento degli obblighi in materia di ricerca finanziaria e ricerca sponsorizzata dall’emittente.
- Coordinamento della disciplina OPA con il nuovo quadro normativo primario.
- Valutazione delle osservazioni ricevute e successiva adozione delle modifiche regolamentari definitive.



Principali contenuti del documento

Il documento sottopone alla consultazione proposte di modifica dei regolamenti Consob in materia di emittenti, intermediari e mercati, al fine di adeguare la disciplina secondaria al Listing Act europeo e alle recenti modifiche del TUF introdotte dai d.lgs. 86/2026 e 47/2026.

Le principali proposte riguardano:

- **offerte al pubblico** ➔ adeguamento della soglia di esenzione dal prospetto a 12 milioni di euro per le offerte pubbliche di titoli ed estensione della medesima soglia ai prodotti finanziari diversi dai titoli;
- **OPA/OPS** ➔ conferma della soglia regolamentare di 8 milioni di euro e del requisito relativo al numero di destinatari superiore a 150, nonché modifiche di coordinamento con il d.lgs. 47/2026;
- **offerte sottosoglia** ➔ nessun documento informativo per le offerte tra 8 e 12 milioni di euro, con conferma dell'informativa già prevista per le operazioni di rafforzamento patrimoniale delle società quotate;
- **mercati** ➔ introduzione di una nuova disciplina sul flottante minimo per l'ammissione alla negoziazione, con soglia pari al 10% del capitale e possibilità per i gestori di prevedere criteri alternativi;
- **mercati di crescita per le PMI** ➔ modifiche di coordinamento, anche con riferimento alla qualificazione di singoli segmenti di sistemi multilaterali di negoziazione;
- **ricerca finanziaria** ➔ introduzione dell'obbligo di tenuta di un registro dei costi della ricerca ricevuta da terzi e disciplina della ricerca sponsorizzata dall'emittente, che dovrà essere chiaramente qualificata e conforme al codice di condotta UE.

Nel complesso, gli interventi mirano ad assicurare coerenza tra disciplina Consob e nuovo quadro normativo europeo e nazionale, semplificando gli adempimenti e aggiornando le disposizioni regolamentari applicabili.

INFORMATIVA SULLA PROTEZIONE DEI DATI PERSONALI

Ai sensi della normativa europea e nazionale in materia di protezione dei dati personali, si informa che i dati personali eventualmente forniti partecipando alla consultazione pubblica saranno utilizzati dalla CONSOB, Commissione nazionale per le società e la borsa (titolare del trattamento), nei modi e nei limiti necessari per adottare gli atti di sua competenza ai sensi del d.lgs. n. 58/1998 e della l. n. 262/2005 e relative disposizioni di attuazione in materia, con l'utilizzo di procedure anche informatizzate.

Tali dati saranno conservati per il tempo necessario allo svolgimento delle attività istituzionali.

I commenti pervenuti saranno pubblicati nel sito *internet* della Consob corredati della indicazione del nome e cognome del loro autore, salva espressa richiesta di non divulgarli.

Dei dati personali possono venire a conoscenza i Responsabili delle Unità Organizzative interessate dall'attività di regolamentazione cui è riferita la consultazione, nonché gli addetti degli Uffici autorizzati al trattamento. Gli interessati possono esercitare il diritto di accesso ai dati personali e gli altri diritti riconosciuti dalla legge, tra i quali il diritto di ottenere la rettifica o l'integrazione dei dati, la cancellazione, la trasformazione in forma anonima o il blocco di quelli trattati in violazione di legge nonché il diritto di opporsi in tutto in parte, per motivi legittimi, al loro trattamento.

Tali diritti possono essere fatti valere nei confronti del Titolare del trattamento: CONSOB, Commissione nazionale per le società e la borsa, via G.B. Martini n. 3 - 00198 Roma – posta elettronica certificata: consob@pec.consob.it, mail: protocollo@consob.it.

Il Responsabile della Protezione dei Dati per la Consob può essere contattato presso la Consob (e-mail: responsabileprotezione.dati@consob.it).

Gli interessati, qualora ritengano che il trattamento che li riguarda sia effettuato in violazione di legge, possono proporre reclamo al Garante per la protezione dei dati personali – Piazza Venezia, 11 – Roma.

INDICE

1. Premessa e quadro normativo di riferimento	6
2. Descrizione dell'intervento regolamentare	9
2.1 Attuazione del <i>Listing act</i>	9
2.1.1 Le modifiche in materia di appello al pubblico risparmio	9
a) La soglia di esenzione dal prospetto per le offerte pubbliche di titoli	9
b) Il coordinamento delle soglie per le offerte di prodotti finanziari diversi dai titoli e per l'OPA	10
c) Il regime di trasparenza per le offerte sottosoglia.....	14
2.1.2 Le modifiche in materia di mercati	17
a) La determinazione del flottante	17
b) Le altre modifiche in materia di mercati	22
2.1.3 La disciplina della ricerca finanziaria	24
2.2 Il coordinamento della disciplina delle OPA/OPS con il D.Lgs. n. 47/2026 di riforma del TUF	27
3. Articolato	31
3.1 Tabella 1 – Adeguamento al <i>Listing Act</i>	31
3.2 Tabella 2 – Coordinamento con il D.Lgs. 47/2026 di riforma del TUF (parte OPA).....	40
Allegato 1 – Quesiti	55
Allegato 2 – Analisi preliminare di impatto della regolamentare.....	58

1. PREMESSA E QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO

L'intervento regolamentare che si sottopone alla consultazione del mercato è volto ad allineare la disciplina della Consob alle novità introdotte dal *Listing Act*¹ che si inserisce nella più ampia strategia di rafforzamento della *Capital Market Union*, con l'obiettivo di rendere i mercati dei capitali più accessibili e competitivi, soprattutto per le piccole e medie imprese. In questa prospettiva, le nuove disposizioni intervengono in modo organico su più ambiti della disciplina dei mercati finanziari: prospetti informativi, requisiti di quotazione e disciplina della ricerca finanziaria.

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*).

La riforma è volta a favorire l'accesso delle imprese – in particolare quelle di minori dimensioni – ai mercati dei capitali, riducendo gli oneri regolamentari e, al contempo, preservando adeguati livelli di tutela per gli investitori. Le modifiche introdotte in ambito domestico si muovono lungo le tre direttrici della disciplina in materia di appello al pubblico risparmio, dei mercati e della ricerca finanziaria.

Per quanto concerne la disciplina dell'**appello al pubblico risparmio**, l'intervento più rilevante riguarda il regime dei prospetti informativi. In linea con quanto previsto dalla normativa europea, è stata innalzata da 8 a 12 milioni di euro la soglia al di sotto della quale le offerte pubbliche di titoli possono essere effettuate in esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, su base annuale (art. 100, TUF). Allo stesso tempo, il Legislatore ha demandato alla Consob la definizione di eventuali obblighi informativi per le offerte comprese tra 8 e 12 milioni di euro (art. 95, comma 1, TUF).

¹ Il citato pacchetto legislativo comprende infatti: il **regolamento (UE) 2024/2809** del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica i regolamenti (UE) 2017/1129, (UE) n. 596/2014 e (UE) n. 600/2014; la **direttiva (UE) 2024/2810** del Parlamento Europeo e del Consiglio del 23 ottobre 2024 sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un sistema multilaterale di negoziazione; la **direttiva (UE) 2024/2811** del Parlamento Europeo e del Consiglio del 23 ottobre 2024 che modifica la direttiva 2014/65/UE e che abroga la direttiva 2001/34/CE.

In tale contesto si inserisce anche la revisione della definizione di offerta pubblica di acquisto, che viene sganciata dai parametri quantitativi tradizionalmente collegati al regime dei prospetti e rimessa a una apposita disciplina attuativa della Consob, determinando così un assetto regolamentare più flessibile. Ulteriori interventi di coordinamento riguardano la riduzione dei tempi di approvazione dei prospetti UE di *follow-on* relativi alle azioni e l'estensione del termine riconosciuto agli investitori per l'esercizio del diritto di revoca in caso di supplemento al prospetto di prodotti finanziari diversi dai titoli (artt. 94 e 94-*bis*, TUF).

Con riferimento alla **disciplina dei mercati**, il decreto introduce innovazioni significative in materia di accesso alla quotazione. In particolare, viene stabilito un requisito minimo di capitalizzazione (o, in alternativa, di consistenza patrimoniale) pari a 1 milione di euro, con l'obiettivo di armonizzare i criteri di ammissione ai mercati regolamentati. Parallelamente, viene rivista la disciplina del flottante, riducendo la soglia minima dal 25% al 10%. In tale contesto, viene altresì rafforzato il ruolo dei gestori dei mercati regolamentati, ai quali è espressamente attribuita la facoltà di respingere le domande di ammissione qualora la situazione dell'emittente risulti incompatibile con la tutela degli investitori (art. 66, TUF).

Particolare attenzione è dedicata ai mercati di crescita per le PMI, per i quali vengono introdotte misure volte ad ampliarne l'operatività e l'attrattività. Tra queste, la possibilità di riconoscere la qualifica di mercato di crescita anche a singoli segmenti di sistemi multilaterali di negoziazione e la facilitazione dell'ammissione di strumenti finanziari già negoziati su altre sedi. Tali interventi rispondono all'esigenza di rafforzare il segmento delle PMI, favorendone l'accesso a canali alternativi di finanziamento (art. 69, TUF).

Un ulteriore ambito di intervento riguarda la disciplina della ricerca in materia di investimenti, oggetto di una revisione incisiva attraverso: *i*) il superamento del principio di separazione obbligatoria tra costi di esecuzione e costi di ricerca, consentendo modelli di remunerazione congiunta, a condizione che siano rispettati adeguati obblighi di trasparenza e presidi per la gestione dei conflitti di interesse; *ii*) l'introduzione della disciplina sulla ricerca sponsorizzata dall'emittente (*issuer-sponsored research*), che consente agli emittenti di finanziare direttamente la produzione di analisi a loro dedicate, nel rispetto di rigorosi standard europei in materia di indipendenza, trasparenza e qualità (art. 21-*bis*, TUF).

Le modifiche regolamentari di adeguamento *Listing Act* costituiscono anche l'occasione per realizzare un primo coordinamento della disciplina regolamentare con le nuove norme del TUF, modificate dal **d.gs. 27 marzo 2026, n. 47** (pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 14

aprile 206) in materia di appello al pubblico risparmio, che ha attuato la delega legislativa contenuta nell'art. 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. Legge Capitali). Tale decreto legislativo è intervenuto in particolare sul diritto societario e sulla disciplina dei mercati finanziari, con l'obiettivo di un riordino complessivo della normativa, nell'ottica di favorire lo sviluppo del mercato dei capitali italiano.

Le modifiche legislative spaziano su una serie di materie che investono la disciplina in tema di intermediari, mercati, emittenti e delle autorità di vigilanza. In questo contesto, il Legislatore ha apportato rilevanti innovazioni anche alla disciplina dell'OPA/OPS, che introducono, tra l'altro, una revisione delle soglie rilevanti e delle tempistiche procedurali, che necessitano di un coordinamento con le norme secondarie.

2. DESCRIZIONE DELL'INTERVENTO REGOLAMENTARE

Di seguito, si riporta la descrizione delle proposte di modifica dei regolamenti in materia di emittenti, mercati e intermediari, sottoposte alla consultazione con il mercato, rinviando per un esame più analitico all'articolato contenuto nella Sezione 3 del presente documento.

2.1 ATTUAZIONE DEL *LISTING ACT*

2.1.1 *Le modifiche in materia di appello al pubblico risparmio*

a) *La soglia di esenzione dal prospetto per le offerte pubbliche di titoli*

Come già anticipato, il decreto legislativo 86/2026 ha recepito le modifiche europee in materia di **prospetti informativi** con un approccio orientato alla semplificazione. Il citato decreto, attraverso la riformulazione dell'art. 100, comma 2, del TUF, ha innalzato la soglia di esenzione del prospetto (da 8 milioni di euro) a 12 milioni di euro, in linea con quanto previsto dalla normativa europea.

La nuova disposizione prevede, infatti, che “*sono esentate dall'obbligo di pubblicazione del prospetto le offerte pubbliche di titoli, ove ricorrano le condizioni di cui all'articolo 3, paragrafo 2, del regolamento prospetto*”². A livello nazionale non è stata dunque esercitata l'opzione prevista dal *Listing act*, che consente allo Stato membro di stabilire una soglia pari a 5 milioni di euro, ciò al precipuo fine di consentire agli emittenti di accedere al mercato con minori oneri per operazioni più contenute dal punto di vista economico.

² 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”.

Pertanto, per effetto del rinvio diretto alla norma europea³, gli emittenti potranno effettuare offerte pubbliche di titoli al di sotto della soglia di 12 milioni di euro (soglia riferita al controvalore dell'offerta su un periodo di 12 mesi, calcolato secondo i criteri stabiliti dall'art. 3, par. 2-*quater*, del Regolamento Prospetto) senza dover pubblicare un prospetto.

In considerazione di ciò, sebbene la soglia di esenzione sia direttamente applicabile – senza che sia necessaria una specifica disposizione attuativa – si propone 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 (*v. articolato*), senza necessità di fare riferimento ad altre fonti normative.

b) Il coordinamento delle soglie per le offerte di prodotti finanziari diversi dai titoli e per l'OPA

L'ambito di applicazione della nuova soglia europea, come detto, è limitato alle offerte che hanno ad oggetto i "titoli" (ossia i valori mobiliari e le quote o azioni di OICR chiusi), lasciando fuori i "prodotti finanziari diversi titoli". Per questi ultimi, l'art. 100, comma 3, del TUF demanda alla Consob il compito di stabilire – tra l'altro – l'**ammontare complessivo** al disotto del quale le relative offerte pubbliche sono esenti dall'obbligo di prospetto.

In attuazione di tale delega, l'**art. 34-ter, comma 1, lett. c)**, dal Regolamento Emittenti, attualmente prevede la soglia di 8 milioni di euro, in analogia con quanto (precedentemente) previsto dal Regolamento Prospetto per le offerte di titoli.

È stata pertanto valutata l'opportunità d'innalzare a 12 milioni di euro anche la soglia prevista per tali offerte, allineandola al Regolamento Prospetto.

Occorre infatti ricordare, innanzitutto, che sotto la previgente disciplina del TUF, l'impianto regolamentare si è basato sulla sostanziale unicità della soglia prevista in ambito nazionale per tutte le offerte pubbliche aventi ad oggetto i "titoli" o i "prodotti finanziari diversi dai titoli"; tale scelta di *policy* (derivante dai precedenti lavori regolamentari del 2019

³ La modifica legislativa, infatti, ha comportato l'eliminazione della delega regolamentare della Consob – presente nella previgente formulazione dell'art. 100, comma 2, del TUF – cui era demandato il compito di stabilire "l'ammontare complessivo (...), comunque nei limiti di importo monetario compreso tra un minimo di 1 milione di euro e un massimo di 8 milioni di euro" ai fini dell'esenzione di tali offerte dall'obbligo di prospetto.

per l'attuazione nell'ordinamento nazionale del Regolamento Prospetto), rinviene la sua *ratio* nella semplificazione del sistema delle esenzioni, evitando così l'introduzione di ingiustificati scalini normativi tra le diverse discipline affini. Infatti, il mantenimento di soglie differenziate tra titoli e altri prodotti finanziari determinerebbe un assetto regolamentare più complesso, suscettibile peraltro di possibili fenomeni di arbitraggio regolatorio nella strutturazione delle offerte.

Inoltre, dalla analisi della prassi applicativa e di vigilanza non emergono evidenze tali da giustificare l'adozione di soluzioni diversificate per le offerte di prodotti finanziari e per le offerte di titoli non essendosi registrate offerte sui prodotti finanziari che non siano titoli.

Al contempo, l'innalzamento a 12 milioni di euro della soglia per l'offerta di prodotti diversi dai titoli appare non significativa dal punto di vista del contrasto alle offerte abusive di tali prodotti, poiché l'esperienza di vigilanza evidenzia che il controvalore di tali offerte abusive nella quasi totalità dei casi assume valore indeterminato. Ne consegue che la soglia quantitativa non sembra rappresentare, in tale ambito, un efficace strumento di selezione del rischio, risultando invece maggiormente rilevanti altri presidi di vigilanza.

In ragione di quanto sopra, si ritiene opportuno proporre, anche per le offerte di tali prodotti finanziari, **l'innalzamento della soglia** di esenzione a 12 milioni di euro (v. *articolato*), in coerenza con l'obiettivo di semplificazione del quadro regolamentare e di proporzionalità degli oneri amministrativi, senza pregiudizio per l'efficacia dell'azione di vigilanza.

Connessa a quest'ultimo punto è la tematica relativa alla **soglia di esenzione applicabile alle offerte pubbliche di acquisto o di scambio**.

Come già anticipato, il decreto legislativo n. 86/2026 ha modificato la definizione di OPA/OPS [contenuta nell'art. 1, co. 1, lett. v), del TUF], sganciandola dalla disciplina dell'offerta di prodotti finanziari e 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*".

Rispetto alla versione previgente, si prevede dunque il venir meno del collegamento con i criteri rilevanti ai fini dell'esenzione dall'obbligo di prospetto per i prodotti diversi dai titoli⁴ allorché la Consob definirà in via regolamentare una autonoma soglia di rilevanza

⁴ La versione previgente prevedeva infatti: "*offerta pubblica di acquisto o di scambio*" come "*ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 3,*

per le offerte pubbliche di acquisto e di scambio⁵. La nuova impostazione, nel rafforzare la flessibilità regolatoria, rende opportuna una valutazione preliminare in merito alle possibili opzioni della *emananda* disciplina.

Analisi preliminare di impatto regolamentare

Nel nuovo quadro normativo – in cui la definizione di OPA/OPS non è più automaticamente ancorata alle soglie rilevanti ai fini della disciplina del prospetto – si pone l’esigenza di valutare l’adeguatezza dell’attuale soglia di 8 milioni di euro ovvero l’opportunità di un suo aggiornamento. In tale contesto, è stata condotta una preliminare analisi quantitativa volta a supportare la scelta tra il mantenimento dell’attuale livello di soglia e il suo eventuale innalzamento fino alla soglia dei 12 milioni prevista per le offerte al pubblico di titoli, tenendo conto dei relativi effetti in termini di oneri regolamentari, ambito della vigilanza e tutela degli investitori.

L’analisi delle OPA e OPS promosse in Italia tra il 2020 e la fine di aprile 2026 evidenzia che le offerte con controvalore compreso tra 8 e 12 milioni di euro sono state complessivamente 8, di cui 3 relative a strumenti finanziari negoziati su *Euronext Milan* e 5 a strumenti negoziati su *Euronext Growth Milan*.

L’impatto dell’eventuale innalzamento della soglia risulterebbe differenziato in ragione della sede di negoziazione e della natura dell’offerta. Per le società quotate su mercati regolamentati, la modifica non inciderebbe sulle OPA obbligatorie, che resterebbero disciplinate dalle soglie partecipative previste dagli articoli 106 e seguenti del TUF (indipendentemente dal controvalore di tali offerte). Diversamente, per gli emittenti negoziati su sistemi multilaterali di negoziazione, quali *Euronext Growth Milan*, la disciplina dell’OPA obbligatoria opera in via statutaria, mediante clausole di rinvio al TUF. In tale contesto, la soglia di controvalore rileva ai fini dell’assoggettamento dell’offerta alla disciplina applicabile e alla vigilanza della Consob.

Sulla base delle evidenze disponibili, nell’arco di tempo considerato l’ipotetico innalzamento della soglia a 12 milioni di euro avrebbe comportato l’uscita dal perimetro di applicazione della disciplina OPA per 6 delle 8 offerte con controvalore compreso tra 8 e 12 milioni di euro considerate, 1 su *Euronext Milan* e 5 su *Euronext Growth Milan*, pari rispettivamente a circa l’1% e al 17% del totale delle OPA registrate nei due segmenti nel periodo analizzato. Tali dati indicano che l’impatto della misura, pur complessivamente contenuto in termini aggregati, con conseguente limitata riduzione degli oneri

lettere b) e c)”. Il richiamato art. 100, co. 3, lett. b) e c), del TUF, si riferisce alle soglie che la Consob può stabilire per la differente fattispecie delle offerte al pubblico di prodotti finanziari diversi dai titoli, escluse quindi dal perimetro applicativo del Regolamento Prospetto.

⁵ Cfr. art. 4 del d.lgs. n. 86/2026.

regolamentari e semplificazione per gli emittenti, risulterebbe non trascurabile rispetto ai titoli negoziati su *Euronext Growth Milan*.

L'analisi è stata integrata considerando la platea degli emittenti potenzialmente interessati sulla base della capitalizzazione di mercato e flottante⁶. Con riferimento alla capitalizzazione, l'innalzamento della soglia a 12 milioni di euro avrebbe ampliato il numero di società fuori dal perimetro di applicazione della disciplina OPA di 23 unità su *Euronext Growth Milan*, pari a un incremento del 48% rispetto alla soglia attuale, e di 1 unità su *Euronext Milan*, pari a un incremento del 10%.

Quanto al flottante, su *Euronext Growth Milan* risultano 16 società con flottante compreso tra 8 e 12 milioni di euro, con ampliamento dell'attuale numero di società fuori dal perimetro di applicazione della disciplina OPA pari al 14%. Su *Euronext Milan* le società in tale fascia sono 3, con un incremento potenziale pari al 17%.

Nel complesso, le evidenze raccolte indicano che l'innalzamento della soglia produrrebbe effetti più significativi su *Euronext Growth Milan*, in ragione della maggiore presenza di emittenti di ridotte dimensioni, caratterizzati da capitalizzazione e flottante contenuti. L'impatto sul mercato regolamentato risulterebbe invece più limitato, anche in considerazione del fatto che le OPA obbligatorie continuerebbero a essere disciplinate dalle soglie partecipative previste dal TUF.

Alla luce di tali elementi, la scelta regolamentare richiede un bilanciamento tra: (i) l'esigenza di semplificazione e proporzionalità degli oneri amministrativi per operazioni di dimensione contenuta; e (ii) la necessità di preservare adeguati livelli di tutela degli investitori e di trasparenza nelle operazioni suscettibili di incidere sul mercato del controllo societario, in particolare nei segmenti caratterizzati da bassa liquidità e rilevante concentrazione proprietaria.

In tale prospettiva, in assenza di evidenze univoche a favore di una specifica opzione regolamentare e alla luce della natura non trascurabile dei potenziali effetti su *Euronext Growth Milan*, si ritiene opportuno acquisire elementi informativi ulteriori nell'ambito della presente consultazione. Tali elementi saranno attentamente valutati nell'ambito degli imminenti lavori di più ampia revisione del Regolamento Emittenti connessi all'adeguamento al decreto legislativo n. 47/2026 recante la riforma del TUF. Nelle more, appare giustificato il mantenimento dell'attuale soglia pari a 8 milioni di euro (*v. articolato*).

Per maggiori dettagli sulle analisi svolte si rinvia all'**Allegato 2**.

⁶ La capitalizzazione consente di apprezzare la dimensione economica complessiva dell'emittente e, quindi, la possibile rilevanza di operazioni volontarie o totalitarie, mentre il flottante, rappresentando la quota effettivamente contendibile sul mercato, assume particolare rilievo in contesti caratterizzati da assetti proprietari concentrati.

- 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?
- 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.

c) Il regime di trasparenza per le offerte sottosoglia

Attualmente, nell'ambito della disciplina dell'offerta al pubblico di titoli non è previsto a livello nazionale un regime di trasparenza per le offerte sottosoglia.

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)⁷. Nell'ottica di una maggiore armonizzazione della materia, l'art. 3, par. 2-*quiquies*, 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*

⁷ 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 dei 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.

L'informativa introdotta nel predetto Allegato codificava quanto già richiesto dalla Consob con la Comunicazione n. DIE/13028158 del 4 aprile 2013, *“Comunicazione in materia di informazioni da pubblicare in occasione di operazioni di rafforzamento patrimoniale di ammontare complessivo inferiore alla soglia di esenzione dalla pubblicazione del prospetto informativo”*, che trae origine dalla disamina di operazioni di rafforzamento patrimoniale poste in essere dagli emittenti quotati, caratterizzate dall'esecuzione di offerte di entità prossima alla soglia di esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo (allora stabilita in 5 euro/mln), rispondenti non solo ad una finalità di rafforzamento patrimoniale (ad esempio nei casi di erosione del capitale di oltre un terzo e al di sotto del limite legale ex artt. 2446 e 2447 del codice civile) o di finanziamento degli investimenti, ma che si collocavano in processi di risanamento aziendale di più ampia portata volti a ripristinare condizioni di equilibrio finanziario, anche attraverso il ricorso ad ulteriori azioni funzionalmente collegate quali accordi di ristrutturazione dei debiti.

contenente le informazioni di cui all'articolo 7, paragrafi da 3 a 10 e paragrafo 12, oppure un documento contenente gli obblighi informativi a 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”.

Il Legislatore nazionale ha demandato alla potestà regolamentare della Consob, ai sensi dell'art. 95, comma 1, lett. a), del TUF, l'introduzione di **eventuali obblighi informativi in capo agli emittenti**, purché il controvalore di tali offerte sia superiore a 8 milioni di euro.

Pertanto, per le offerte il cui controvalore sia compreso tra 8 e 12 milioni di euro potrebbe essere introdotto in via regolamentare l'obbligo di depositare e pubblicare un “*documento*” contenente le 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 - ovvero altra tipologia di documento informativo di contenuto equivalente o ancor più sintetico. In ogni caso, si tratta di documenti che – per esplicita previsione normativa – non sarebbero soggetti all'approvazione da parte dell'autorità competente, ma semplicemente a un onere di “deposito” e di messa a disposizione del pubblico sui siti *web* dell'emittente, degli intermediari finanziari (che provvedono al collocamento o alla vendita dei titoli) e del mercato regolamentato o del gestore dell'MTF (art. 21, par. 2, del Regolamento Prospetto).

Sotto il profilo delle opzioni regolamentari, si prospettano pertanto le seguenti alternative: (i) l'introduzione dell'obbligo di predisporre e pubblicare un documento di sintesi per tutte le offerte comprese tra 8 e 12 milioni di euro, ovvero (ii) il mantenimento dell'attuale assetto, che prevede un'informativa specifica solo nell'ambito della disciplina dell'informazione societaria in connessione a operazioni di aumenti di capitale mediante offerte di sottoscrizione sottosoglia poste in essere da emittenti quotati in esenzione da prospetto.

Le evidenze acquisite mostrano come negli ultimi cinque anni non risultino eseguite sul mercato italiano offerte comprese tra 8 e 12 milioni di euro, sebbene non possa escludersi che l'incremento della soglia a 12 milioni di euro possa favorire in futuro operazioni di finanziamento prossime a tale importo, oggi non esentate dal prospetto. Con riguardo all'eventuale introduzione di una informativa generalizzata per le offerte comprese tra 8 e 12 milioni di euro, si può rilevare che:

- 1) dal punto di vista dell'emittente/offerente l'introduzione di una informativa *ad hoc* potrebbe incidere negativamente sulla flessibilità offerta dall'innalzamento della

soglia di esenzione⁸, che ha anche la funzione di attualizzare a livello monetario, il valore di 8 milioni stabilito nel 2019;

- 2) dal punto di vista della tutela degli investitori, il contenuto del “*documento*”, così mutuato dalla nota di sintesi (previsto della normativa europea), potrebbe risultare di dubbia efficacia, non essendovi appunto un prospetto approvato (quest’ultimo contenente, tra l’altro, dati completi sulla situazione dell’emittente e sui fattori di rischio)⁹;
- 3) in connessione con il punto precedente – e stante l’assenza di un potere di scrutinio preventivo da parte della Consob – l’autorità potrebbe procedere solo con una verifica di tipo *ex post* delle informazioni rese note al pubblico.

Vi è dunque la possibilità che, seppur a fronte di un documento formalmente *compliant* con quanto eventualmente richiesto dalla Consob, un investitore possa essere indotto in errore da informazioni sostanzialmente incomplete o presentate in modo tale da alterare l’affidabilità di esse o la percezione della rischiosità dell’investimento.

In considerazione di quanto sopra, si propone di (*v. articolato*):

- confermare l’impianto vigente che non prevede alcuna informativa generalizzata per le offerte sottosoglia nell’ambito della disciplina dell’offerta al pubblico;
- confermare l’informativa attualmente richiesta nell’ambito della disciplina della informazione societaria per le operazioni di rafforzamento patrimoniale promosse da società con azioni quotate in mercati regolamentati, adeguandola alla nuova soglia di esenzione (art. 72 del RE e Allegato 3A).

Tale approccio non preclude la possibilità di future differenti valutazioni regolamentari fondate sulle evidenze derivanti dall’attività di vigilanza, sulle segnalazioni degli investitori e degli intermediari e sulle evidenze relative ad eventuali fenomeni patologici emersi nel mercato.

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.

⁸ Con specifico riferimento, poi, agli emittenti i cui titoli sono negoziati sul mercato regolamentato o su un MTF, l’informativa eventualmente diffusa al pubblico andrebbe altresì valutata anche alla luce della normativa che disciplina gli obblighi di trasparenza in materia di abusi di mercato.

⁹ Al riguardo, si osserva che la disciplina europea non impone un aggiornamento dell’informativa resa nota al pubblico tramite il citato *summary* (come invece è previsto per il supplemento al prospetto).

2.1.2 LE MODIFICHE IN MATERIA DI MERCATI

a) La determinazione del flottante

Il citato d.lgs. n. 86/2026 ha introdotto nel TUF il nuovo art. 66.1 ai sensi del quale: “1. I gestori dei mercati regolamentati stabiliscono che la capitalizzazione di mercato prevedibile della società le cui azioni sono oggetto della richiesta di ammissione alla negoziazione o, qualora questa non sia valutabile, il capitale e le riserve di tale società, compresi l’utile e la perdita, dell’ultimo esercizio siano pari ad almeno 1 milione di euro o un importo equivalente in una valuta nazionale diversa dall’euro.

2. Il comma 1 non si applica all’ammissione alla negoziazione di azioni fungibili con azioni già ammesse alla negoziazione.

3. La Consob disciplina con regolamento gli obblighi a cui sono tenuti i mercati regolamentati relativamente alle domande di ammissione alla negoziazione di azioni in conformità a quanto previsto dall’articolo 51-bis, paragrafi 3, 4 e 5, della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014”.

La nuova disposizione recepisce l’art. 51-bis introdotto dalla Direttiva *Listing act* nella direttiva 2014/65/UE (MIFID II)¹⁰. La medesima Direttiva *Listing act*, inoltre, dispone l’abrogazione della direttiva 2001/34/CE¹¹, contenente la disciplina in materia di ammissione alla quotazione in un mercato ufficiale; in tale ambito, la soglia di flottante minimo era stabilita nella misura del 25% e configurata come una presunzione di “sufficiente diffusione” delle azioni quotate, potendosi ammettere percentuali più limitate quando – con una valutazione caso per caso – risulti elevato il numero di azioni di una stessa categoria ed sia ampia la loro diffusione tra il pubblico¹².

¹⁰ In particolare, quest’ultima disposizione prevede che:

- le società che intendono accedere alla quotazione devono prevedere un **valore di mercato pari ad almeno 1 milione di euro** oppure, se non stimabile, disporre di capitale e riserve pari ad almeno lo stesso importo (tale previsione non si applica all’ammissione alla negoziazione di azioni fungibili con azioni già ammesse alla negoziazione, cfr. par. 1 e 2);
- gli Stati membri provvedono “affinché i mercati regolamentati prescrivano 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**” (par. 4);
- in deroga alla previsione di cui sopra (par. 5), gli Stati membri hanno la facoltà di “prescrivere che i mercati regolamentati stabiliscano al momento dell’ammissione almeno uno dei seguenti **requisiti** per la domanda di ammissione alla negoziazione di azioni:
 - a) un numero di azioni sufficiente è detenuto dal pubblico;
 - b) le azioni sono detenute da un numero sufficiente di azionisti;
 - c) il valore di mercato delle azioni detenute dal pubblico rappresenta un livello sufficiente del capitale sottoscritto nella categoria di azioni interessata”.

¹¹ La stessa Direttiva prevede l’abrogazione della richiamata direttiva 2001/34/CE con decorrenza 5 dicembre 2026.

¹² L’art. 48, in particolare, prevede che “una diffusione sufficiente delle azioni tra il pubblico di uno o più Stati membri deve essere realizzata al più tardi all’atto dell’ammissione”; inoltre, “Una diffusione sufficiente si presume realizzata quando le azioni oggetto della richiesta di ammissione sono ripartite tra il pubblico per l’ammontare di almeno 25% del capitale sottoscritto

Con il *Listing act*, dunque, la soglia minima di flottante viene ridotta dal 25% al 10%, prevedendo altresì la possibilità per gli Stati membri di derogare a tale soglia, attraverso la previsione di criteri specifici per valutare la diffusione dei titoli. La *ratio* della riforma europea è quella di rendere più competitivi i mercati dei capitali dell'Unione e consentire una maggiore flessibilità per gli emittenti che intendono accedere al mercato dei capitali.

In ambito nazionale, allo stato attuale non vi sono disposizioni primarie o secondarie che impongano un determinato flottante, trattandosi di una materia essenzialmente devoluta al regolamento del mercato¹³. Da questo punto di vista, la nuova delega regolamentare prevista dall'art. 66.1 del TUF presenta, dunque, un elemento di innovatività, perché consente alla Consob di disciplinare tale aspetto del processo di quotazione degli emittenti, nel rispetto delle prescrizioni europee.

Nel merito, il principale elemento di novità è rappresentato – come detto – dalla riduzione dal 25% al 10% del requisito di flottante minimo – ossia dalla quota di capitale disponibile per la negoziazione nel mercato, perché non detenuta da azionisti stabili¹⁴ – richiesto ai fini dell'ammissione delle azioni.

Ciò posto, la proposta regolamentare che si sottopone alla consultazione, supportata dall'analisi di impatto (v. *infra*), prevede l'inserimento del nuovo art. 18-bis del Regolamento ai sensi del quale il regolamento del mercato:

1. prevede, in linea con l'art. 51-bis par. 4, della MIFID II, 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”* (comma 1)¹⁵;
2. possa prevedere, in deroga a quest'ultimo punto e specificando le relative condizioni, *“almeno uno dei seguenti requisiti per la domanda di ammissione alla negoziazione di azioni: a) un numero di azioni sufficiente è detenuto dal pubblico; b) le azioni sono detenute da un numero sufficiente di azionisti; c) il valore di mercato delle*

rappresentato da tale categoria di azioni, oppure quando, dato il numero elevato di azioni di una stessa categoria e data l'ampiezza della loro diffusione tra il pubblico, il mercato può funzionare regolarmente anche con una percentuale più limitata”.

¹³ Tale impostazione si riflette nel TUF in molteplici disposizioni e, in particolare, nell'art. 66, co. 1, lett. a), che prevede che *“i mercati regolamentati (...) si dotano di regole chiare e trasparenti riguardanti l'ammissione degli strumenti finanziari alla quotazione e alla negoziazione;”*.

¹⁴ Per flottante si intende la quota di capitale rappresentata da azioni diffuse presso il pubblico e potenzialmente disponibili per la negoziazione sul mercato. Sono, pertanto, escluse le partecipazioni detenute da azionisti stabili o strategici, quali azionisti di controllo, soci rilevanti, amministratori o altri soggetti la cui partecipazione non risulti normalmente destinata alla negoziazione corrente.

¹⁵ L'articolo specifica al comma 2 che *“Qualora si chiedi l'ammissione alla negoziazione di azioni fungibili con azioni già ammesse alla negoziazione, il gestore del mercato regolamento valuta, per 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”*.

azioni detenute dal pubblico rappresenta un livello sufficiente del capitale sottoscritto nella categoria di azioni interessata” (comma 3).

Analoga soluzione è stata adottata negli ordinamenti di altri Stati membri, quali Lussemburgo¹⁶ e Germania¹⁷, nei quali è stata rimessa appunto ai mercati regolamentati la scelta in ordine alla previsione di un flottante pari al 10%, ovvero alla previsione dei requisiti in base ai quali è possibile ritenere “sufficiente” la diffusione dei titoli.

Resta fermo che il ricorso ai sopra richiamati criteri alternativi dovrà mantenere fermo il requisito minimo del 10% del capitale rappresentato da titoli, al di sotto del quale sorgerebbero i presupposti del *delisting* ai sensi degli artt. 108 e 111 del TUF¹⁸.

Analisi preliminare di impatto regolamentare

Al fine di disporre di elementi quantitativi utili all’AIR è stata svolta una analisi empirica finalizzata a valutare se il requisito di flottante percentuale risulti sufficiente, da solo, a riflettere condizioni attese di liquidità e negoziabilità dei titoli, oppure se, alla luce della natura non pienamente predittiva del flottante, sia opportuno affiancargli criteri alternativi per migliorare la valutazione *ex ante* della diffusione del capitale e delle condizioni di negoziazione attese. Tale verifica è, pertanto, direttamente funzionale alla scelta se avvalersi della flessibilità prevista dall’articolo 51-*bis* MiFID II.

Poiché, nel contesto dell’ammissione alla negoziazione, le condizioni di liquidità si realizzano necessariamente in un momento successivo alla quotazione, attraverso la continuità degli scambi, l’ampiezza dei volumi negoziati e l’impatto delle transazioni sui prezzi, l’analisi empirica utilizza dati osservati su società già quotate come *proxy* al fine di valutare se il flottante possa essere considerato un indicatore affidabile *ex ante* delle condizioni di negoziazione attese.

Rinviando all’**Allegato 2** per una puntuale e più dettagliata descrizione dell’analisi svolta, di seguito si fornisce una sintesi delle principali evidenze emerse.

Le evidenze descrittive mostrano, in termini medi, una relazione positiva tra flottante e indicatori di liquidità utilizzati¹⁹, ovvero all’aumentare della quota di capitale detenuta dal

¹⁶ Cfr. art. 12-*bis*, della *Loi du 30 mai 2018 relative aux marchés d’instruments financiers*, introdotto con una legge del 3 luglio 2025.

¹⁷ Cfr. art. 5, par. 9, *Börsenzulassungs-Verordnung*, modificato da *Standortförderungsgesetz* nel febbraio 2026.

¹⁸ A seguito delle modifiche apportate al d.lgs. n. 47/2026, il TUF 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 più avanti illustrato, prima della citata riforma la soglia rilevante per tale norma era il 95%).

¹⁹ Nelle analisi svolte sono state utilizzate come *proxy* della liquidità di un titolo due indicatori comunemente utilizzati dalla letteratura finanziaria, il *turnover* e l’*Amihud*. 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 che intercetta 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

pubblico si osserva una maggiore intensità degli scambi. Al tempo stesso, i dati evidenziano una significativa dispersione degli indicatori di liquidità lungo l'intera distribuzione del flottante. Società con livelli di flottante analoghi possono infatti presentare condizioni di liquidità sensibilmente diverse, mentre società con livelli di flottante differenti possono mostrare indicatori di liquidità comparabili. Tali evidenze suggeriscono che il flottante percentuale costituisce un indicatore rilevante delle condizioni di negoziazione, ma non sufficiente, se considerato isolatamente, a rappresentarle in modo pienamente accurato.

Le risultanze dell'analisi descrittiva trovano riscontro anche nell'approfondimento econometrico, condotto mediante regressioni su osservazioni mensili relative al 2025 e articolato per segmenti di mercato – FTSE MIB, FTSE Mid Cap e FTSE Small Cap. I risultati mostrano che il flottante percentuale, la capitalizzazione flottante e il numero di azioni flottanti risultano associati, in modo statisticamente significativo, agli indicatori di liquidità considerati. Tale relazione appare sostanzialmente confermata anche nelle specificazioni che includono variabili di controllo riferite alle caratteristiche dell'emittente, quali capitalizzazione totale, prezzo del titolo e leva finanziaria.

Nel complesso, quindi, le analisi confermano che un maggiore flottante è generalmente associato a migliori condizioni di liquidità, ma mostrano anche che tale relazione non è sistematica né pienamente uniforme tra gli emittenti. Ne deriva che un approccio regolamentare fondato esclusivamente su una soglia percentuale uniforme potrebbe non essere sempre idoneo a intercettare le condizioni effettive o attese di negoziazione del titolo, soprattutto nel nuovo contesto in cui la soglia minima europea è ridotta al 10%.

Alla luce di quanto sopra, ai fini dell'esercizio della delega regolamentare conferita alla Consob dall'articolo 66.1 del TUF, sono state analizzate due opzioni regolamentari per la definizione della disciplina nazionale relativa ai criteri per l'ammissione alla negoziazione delle azioni sui mercati regolamentati:

- i) **Opzione 1** – secondo cui la Consob prevederebbe il solo requisito di flottante minimo (soglia percentuale pari al 10%), senza attribuire la facoltà ai gestori del mercato di ricorrere ai criteri alternativi previsti dalla normativa europea. In tale assetto, la sufficiente diffusione delle azioni sarebbe quindi valutata esclusivamente sulla base di una soglia quantitativa minima predeterminata.

- ii) **Opzione 2** – attribuire, nell'esercizio della facoltà prevista dall'art. 51-*bis*, par. 5, MiFID II, piena autonomia al gestore del mercato di prevedere, in deroga al requisito

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.

del flottante minimo del 10%, uno o più criteri alternativi di sufficiente diffusione delle azioni.

In tale assetto, la soglia percentuale del flottante non rappresenta un vincolo esclusivo, ma uno dei possibili criteri per la valutazione della diffusione del capitale, che può essere sostituito o integrato da altri indicatori (quali il numero di azioni detenute dal pubblico, il numero di azionisti o il valore di mercato delle azioni flottanti).

Il confronto tra le due opzioni evidenzia un *trade-off* tra standardizzazione dei criteri di ammissione e capacità di considerare una pluralità di elementi rilevanti ai fini della valutazione della diffusione del capitale.

In particolare, l'opzione 1 privilegia la semplicità e la certezza regolamentare, attraverso l'applicazione di una soglia uniforme e facilmente verificabile. Tuttavia, tale approccio presuppone che il flottante percentuale costituisca un indicatore sufficientemente rappresentativo delle condizioni di negoziazione attese. Le evidenze empiriche illustrate nella sezione precedente mostrano che tale relazione, pur presente in termini medi, è caratterizzata sul mercato regolamentato italiano da un'elevata eterogeneità tra gli emittenti e che ulteriori variabili risultano statisticamente associate alla liquidità. A ciò si aggiunge che la riduzione della soglia minima di flottante dal 25% al 10%, prevista dal quadro europeo, amplia il novero delle possibili ammissioni anche in presenza di livelli più contenuti di diffusione del capitale. In tale contesto, non è possibile escludere che, in alcuni casi, il solo requisito percentuale non sia pienamente rappresentativo delle condizioni di negoziazione e liquidità attese.

L'opzione 2 consente di tener conto di tali elementi, permettendo di affiancare o sostituire il criterio percentuale con ulteriori indicatori. Questa soluzione, pur non consentendo di prevedere con certezza le condizioni di liquidità *ex ante*, permette di considerare una gamma più ampia di fattori potenzialmente rilevanti.

La tabella seguente sintetizza le valutazioni di cui sopra, rappresentando la matrice qualitativa degli impatti delle diverse opzioni valutare rispetto all'attuale quadro normativo che richiede un flottante pari ad almeno il 25% in sede di IPO (scenario *baseline*).

criterio	Prevedibilità <i>ex ante</i> dei requisiti di ammissione	Accesso al mercato	Idoneità a intercettare condizioni attese di negoziazione adeguate del titolo
Opzione 1	+	+	-

Opzione 2	0	++	+
-----------	---	----	---

++: importanti miglioramenti; +: alcuni miglioramenti; 0: nessun impatto apprezzabile; -: qualche peggioramento; --: significativi peggioramenti

Nel complesso, quindi l'opzione 2 appare maggiormente coerente con la finalità di favorire un accesso al mercato più proporzionato e aderente alle caratteristiche economiche degli emittenti, valorizzando una valutazione più flessibile e sostanziale della diffusione del capitale presso il pubblico.

Ai fini del monitoraggio *ex post* degli effetti della modifica regolamentare, saranno considerati:

- **indicatori di accesso al mercato**, quali il numero di nuove ammissioni a quotazione e, in particolare, il numero di nuove ammissioni con flottante compreso tra il 10% e il 25%;
- **indicatori relativi alla struttura del flottante**, quali il flottante percentuale, il numero di azioni detenute dal pubblico, la capitalizzazione flottante e il numero di azionisti;
- **indicatori di liquidità**, coerenti con quelli utilizzati nell'analisi, quali il *turnover ratio* e l'indicatore di illiquidità di *Amihud*, eventualmente affiancati da ulteriori misure di mercato, come il controvalore medio giornaliero degli scambi, il numero di transazioni, il *bid-ask spread* e i giorni con scambi assenti o molto ridotti.

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.

b) Le altre modifiche in materia di mercati

Il decreto legislativo n. 86/2026 è intervenuto anche su altri ambiti della disciplina dei mercati.

Un primo intervento è quello rappresentato dal **processo di ammissione alla quotazione e dal ruolo dei gestori di mercato**. Il decreto, infatti, ha confermato il modello italiano articolato in due fasi (ammissione alla quotazione e alle negoziazioni) e ha introdotto esplicitamente la possibilità per il gestore del mercato di negare l'ammissione qualora la situazione dell'emittente sia ritenuta pregiudizievole per gli investitori (art. 66, nuovo comma 1-*bis*, del TUF)²⁰. Si tratta di una previsione che, nella cornice delineata dalla nuova normativa europea²¹, è volta a rafforzare i presidi di tutela per gli investitori. Tale modifica non comporta particolari ricadute sul piano regolamentare.

Altro profilo di novità è rappresentato dalla disciplina dei **mercati di crescita per le PMI** (art. 69 del TUF). Il citato decreto, infatti, ha consentito che anche singoli segmenti di sistemi multilaterali di negoziazione possano ottenere la qualifica di "mercato di crescita", favorendo una maggiore specializzazione delle sedi di negoziazione e ampliando le opportunità di accesso al mercato per le imprese minori. Inoltre, si consente la possibilità di ammettere alla negoziazione su un mercato di crescita per le piccole e medie imprese uno strumento finanziario già negoziato su un'altra sede di negoziazione (a condizione che l'emittente sia stato informato e non abbia sollevato obiezioni)²², nell'ottica di favorire lo sviluppo di tali mercati.

In considerazione di ciò, sono state inserite talune proposte di modifica dell'art. 45 del Regolamento Mercati, concernenti le informazioni che devono essere comunicate alla Consob ai fini della registrazione dei mercati di crescita per le piccole e medie imprese, in modo da garantire il coordinamento con le nuove disposizioni di rango primario (v. *articolato*).

²⁰ Di cui si riporta il testo: "1-*bis*. Le regole di cui al comma 1, lettera a), prevedono che il gestore del mercato regolamentato possa respingere la domanda di ammissione di uno strumento finanziario alla quotazione ove ritenga che la situazione dell'emittente sia tale che l'ammissione sarebbe contraria all'interesse degli investitori".

²¹ Si veda il *considerando* (13) della Direttiva *Listing act*, secondo cui: "Il concetto di ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale di cui alla direttiva 2001/34/CE non è più utilizzato in considerazione degli sviluppi del mercato, in quanto la direttiva 2014/65/UE prevede già il concetto di «ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione in un mercato regolamentato». Mentre i concetti di «ammissione alla quotazione ufficiale» e «ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato» sono utilizzati in modo intercambiabile in alcuni Stati membri, in altri il concetto di «ammissione alla quotazione ufficiale» continua a svolgere un ruolo importante insieme al concetto di «ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato», in particolare fornendo un'alternativa agli emittenti di valori mobiliari, in particolare di titoli di debito, che cercano una maggiore visibilità, ma per i quali l'ammissione alla negoziazione non è un'opzione pertinente o praticabile. L'abrogazione della direttiva 2001/34/CE non dovrebbe pregiudicare la validità e la continuità dei regimi di ammissione alla quotazione ufficiale negli Stati membri che desiderano continuare ad applicare tali regimi. In ogni caso, gli Stati membri dovrebbero mantenere la capacità di prevedere e regolamentare tali regimi nell'ambito della legislazione nazionale".

²² In tale evenienza, la nuova disciplina prevede che se l'altra sede di negoziazione è un altro mercato di crescita per le piccole e medie imprese (o un segmento di tale mercato), l'emittente non è soggetto ad alcun obbligo relativo al governo societario o all'informativa iniziale, continuativa o *ad hoc* riguardo a quest'altro mercato di crescita per le piccole e medie imprese. In caso contrario – ossia qualora l'altra sede di negoziazione non sia un mercato di crescita per le piccole e medie imprese – l'emittente dovrà essere informato di qualsiasi obbligo relativo alla *governance* societaria o all'informativa iniziale, continuativa o *ad hoc* riguardo all'altra sede di negoziazione cui sarà soggetto.

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.

2.1.3 La 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**²³, introducendo nel TUF un nuovo articolo a essa dedicato (art. 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*²⁴, 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 ricerca²⁵), nel rispetto delle nuove prescrizioni europee.

La *ratio* di tale intervento può rivenirsi nell’obiettivo del Legislatore europeo di rilanciare il mercato dei servizi di ricerca in materia di investimenti e garantire una copertura sufficiente delle imprese da parte dei servizi di ricerca, in particolare per le imprese a bassa e media capitalizzazione, che tipicamente scontano un problema di “visibilità” sul mercato

²³ 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 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”.

²⁴ 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 abbia superato 1 miliardo di EUR.

²⁵ 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.

finanziario. La facoltà di “aggregare” i costi della ricerca con quelli connessi ad altri servizi è una misura che può consentire, appunto, una maggiore flessibilità per gli intermediari nel modo in cui scelgono di organizzare i pagamenti dei servizi di esecuzione e di ricerca, limitando le situazioni in cui pagamenti separati potrebbero essere troppo onerosi.

Resta comunque confermato, in continuità con l’attuale regime, che i soggetti abilitati possono scegliere di pagare separatamente i servizi di esecuzione e di ricerca da parte di terzi²⁶. Indipendentemente dalla specifica modalità di pagamento prescelta, i soggetti abilitati sono tenuti a valutare su base annuale la qualità, l’utilizzabilità e il valore della ricerca utilizzata, nonché la capacità della ricerca di contribuire a migliori decisioni di investimento.

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.

Sul punto, si segnala che il 21 maggio 2026 la Commissione europea, su proposta dell’ESMA, ha adottato il regolamento delegato che istituisce il codice di condotta UE sulla ricerca sponsorizzata dall’emittente attualmente sottoposto al c.d. *no objection period* (ordinariamente di tre mesi) da parte del Parlamento e Consiglio europei²⁷.

²⁶ L’art. 21-bis del TUF prevede, infatti, che “la prestazione dei servizi di ricerca da parte di terzi al soggetto abilitato è ricevuta in cambio di uno dei seguenti elementi:

- 1) pagamenti diretti da parte del soggetto abilitato sulla base delle proprie risorse;
- 2) pagamenti effettuati da un conto di pagamento per la ricerca separato controllato dal soggetto abilitato”.

In ipotesi di pagamento degli oneri della ricerca mediante un conto di pagamento dedicato alla ricerca, trovano applicazione anche le disposizioni di dettaglio della direttiva delegata (UE) 2017/593, contenute negli artt. 55-59 del Regolamento Intermediari. Tali previsioni sono state recentemente emendate attraverso la direttiva delegata (UE) 2026/374 e saranno recepite con successive modifiche del Regolamento Intermediari.

²⁷ Il regolamento – che entrerà in vigore tre giorni dopo la pubblicazione in Gazzetta Ufficiale – definisce le condizioni di utilizzo della *issuer-sponsored research* con riferimento ai seguenti profili:

- gestione dei conflitti di interesse e requisiti di indipendenza: i prestatori dei servizi di ricerca devono adottare politiche organizzative strutturate (inclusi registri dei conflitti) e garantire *standard* analoghi a quelli della ricerca non sponsorizzata, anche tramite misure organizzative e divieti di influenza da parte dell’emittente sui contenuti della ricerca;
- misure di trasparenza: la ricerca deve essere chiaramente etichettata come “sponsorizzata dall’emittente” e corredata di informazioni essenziali concernenti i finanziamenti, i rapporti in essere con l’emittente e possibili ipotesi di conflitti di interesse;
- disciplina dei rapporti contrattuali: i contratti tra emittente e fornitore devono avere una durata minima di quattro anni e prevedere meccanismi di remunerazione che non compromettano l’indipendenza della ricerca;
- modalità di diffusione e aggiornamento: la ricerca integralmente finanziata dall’emittente deve essere resa gratuitamente accessibile al pubblico; inoltre, deve essere aggiornata in presenza di nuove informazioni rilevanti

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 delle sopra descritte novità introdotte dalla normativa europea e tenuto altresì conto degli interventi già apportati alla normativa primaria nazionale contenuti nell'art. 21-*bis* del TUF, si propone di aggiornare la disciplina regolamentare della Consob con riferimento ai seguenti profili:

- in attuazione all'art. 24, par. 9-*bis*, quarto comma, di MiFID II, viene introdotto il nuovo art. 59-*bis* del Regolamento Intermediari al fine di prescrivere ai soggetti abilitati l'obbligo di conservare un registro dei costi totali connessi alla ricerca;
- il nuovo art. 59-*ter* del Regolamento Intermediari definisce gli aspetti tecnici di dettaglio connessi alla “ricerca sponsorizzata dall'emittente” contenuti nell'art. 24, par. 3-*quinquies* e 3-*sexies* di MiFID II. In particolare, si precisa che la ricerca qualificata come “ricerca sponsorizzata dall'emittente” deve indicare chiaramente, fin dalla prima pagina, di essere stata redatta in conformità al codice di condotta UE; ogni altro materiale pagato dall'emittente che non rispetti tale codice sarà considerato comunicazione pubblicitaria e promozionale.

Gli emittenti potranno trasmettere la ricerca sponsorizzata all'organismo di raccolta previsto dal regolamento (UE) 2023/2859 (ESAP), assicurando che la stessa sia accompagnata da metadati che ne attestino la conformità al codice di condotta UE.

Inoltre, al fine di consentire una transizione ordinata al nuovo regime, si ritiene 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 volte a istituire e disciplinare il codice di condotta dell'UE sulla ricerca sponsorizzata dall'emittente²⁸.

Fino a tale data, i soggetti interessati potranno continuare ad operare in linea con l'impostazione (pre)vigente, disponendo in tal modo del tempo necessario per apportare, se del caso, gli opportuni adeguamenti ai propri assetti contrattuali, organizzativi e procedurali.

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

-
- o riclassificata come comunicazione di *marketing* se non più conforme al codice;
 - flussi informativi e obblighi di conservazione: i fornitori devono mettere a disposizione degli intermediari tutte le informazioni necessarie per valutare la conformità della ricerca e conservare la relativa documentazione per almeno cinque anni.

²⁸ Come sopra anticipato, la Commissione europea ha adottato il pertinente regolamento delegato in data 21 maggio 2026. All'esito del periodo di “*no objection*” da parte del Parlamento e Consiglio europei, l'atto normativo troverà applicazione il terzo giorno successivo alla pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione.

mesi dalla data di entrata in vigore delle norme tecniche di regolamentazione 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?

2.2 IL COORDINAMENTO DELLA DISCIPLINA DELLE OPA/OPS CON IL D.LGS. N. 47/2026 DI RIFORMA DEL TUF

Come anticipato in premessa, il decreto legislativo n. 47/2026 ha apportato numerose innovazioni alla disciplina in materia di OPA contenuta nel TUF, tra le quali si segnalano:

- i) la modifica per effetto della quale le **presunzioni** “assolute” **di concerto** sono divenute “relative”, ammettendo la prova contraria nei casi ivi previsti (art. 101-*bis*, co. 4-*bis*, TUF)²⁹;
- ii) la necessità di redigere il **documento d'offerta in un formato leggibile in via automatizzata** e la possibilità predisporre tale documento in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza (inglese), unitamente alla previsione che impone la redazione di una nota di sintesi redatta in italiano (art. 102, comma 3-*bis*);
- iii) la possibilità per la CONSOB di richiedere **informazioni supplementari** con relativa sospensione dei termini istruttori di approvazione del documento di offerta nelle ipotesi in cui “*sussistano gravi carenze informative*” (art. 102, co. 4, del TUF);
- iv) l'innalzamento a 10 giorni del **termine per l'approvazione** da parte della CONSOB del documento di offerta, nell'ipotesi in cui siano necessarie specifiche autorizzazioni richieste dalla normativa di settore;
- v) l'inserimento della regola del c.d. **put up or shut up** (art. 102, co. 8, TUF), ossia il potere della CONSOB, in presenza di notizie o indiscrezioni in merito a una possibile offerta, di stabilire un termine entro il quale il potenziale offerente deve rendere nota la decisione di promuovere un'offerta (in caso di silenzio o diniego, il soggetto non può promuovere l'offerta per i successivi 12 mesi);

²⁹Al contempo, è stata introdotta una nuova definizione (art. 101-*bis*, comma 4-*quater*, TUF) di “**parti interessate**”, che include l'offerente, l'emittente, i soggetti ad essi legati da rapporti di controllo, le società sottoposte a comune controllo con essi, le società ad essi collegate, i componenti dei relativi organi di amministrazione e controllo, i soci dell'offerente o dell'emittente aderenti ad uno dei patti oggetto di comunicazione ai sensi dell'articolo 122 nonché coloro che operano di concerto con l'offerente o l'emittente.

- vi) l'inserimento (all'art. 103, comma 4) di una nuova delega regolamentare alla CONSOB per la definizione della **procedura di approvazione del documento di esenzione** previsto dall'articolo 1, paragrafo 6-*bis*, del Regolamento Prospetto, qualora i titoli siano offerti come corrispettivo nell'ambito di un'offerta pubblica di scambio;
- vii) l'eliminazione sia della **soglia del 25%** (applicabile nelle società diverse dalle PMI e in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata, art. 106, co. 1-*bis*, TUF) sia della facoltà per le PMI di prevedere in via statutaria **una soglia diversa**, comunque non inferiore al 25% né superiore al 40% (art. 106, co. 1-*ter*, TUF);
- viii) la riduzione (da dodici) a **sei mesi del periodo di riferimento** per la rilevazione del "*prezzo più alto pagato*" per acquisti di titoli e per il calcolo del prezzo medio ponderato di mercato in assenza di acquisti (*ex art.* 106, comma 2, TUF);
- ix) la precisazione in base alla quale nel caso di OPA obbligatoria totalitaria, qualora il superamento della soglia rilevante sia avvenuto a seguito dell'acquisto di azioni con diritto di voto plurimo, l'offerta su tutte le categorie di titoli è promossa al **medesimo prezzo** pagato per l'acquisto delle predette azioni (art. 106, co. 2, TUF);
- x) l'inclusione del **conferimento in natura**, tra le esenzioni dall'obbligo di OPA/OPS già previste per le operazioni di fusione o scissione [art. 106, co. 5, lett. e), TUF];
- xi) l'eliminazione dell'obbligo di offrire il **corrispettivo alternativo** in denaro in caso di *sell out* e *squeeze out* qualora siano offerti in scambio titoli quotati in mercati regolamentati (art. 108, TUF);
- xii) l'innalzamento (dal 5%) al 10% della soglia che fa scattare l'obbligo di **OPA da consolidamento** [art. 106, co. 3, lett. b), TUF]³⁰, nonché la riduzione (dal 60%) al 50% del quantitativo dei titoli oggetto dell'offerta **preventiva che esime dall'obbligo** di successiva offerta totalitaria (art. 107, TUF);
- xiii) la riduzione (dal 95%) al 90% della **soglia rilevante ai fini del diritto di acquisto** (art. 111, TUF);
- xiv) infine, l'introduzione della nuova disciplina sull'**acquisto totalitario** su autorizzazione dei soci (art. 112-*bis*, TUF).

Tali modifiche sono già entrate in vigore, fermo restando che la Consob dispone di un termine pari a 9 mesi per l'adozione delle relative modifiche regolamentari (fatta eccezione per quella concernente l'acquisto totalitario che prevede un periodo di 12 mesi per

³⁰ Attraverso la possibilità di effettuare acquisti di titoli ovvero la maggiorazione dei diritti di voto fino al 10% da parte di coloro che già detengono una partecipazione di controllo (ossia superiore al 30%), senza detenere tuttavia la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria.

l'adozione delle modifiche regolamentari e una applicazione successiva all'adozione di tali modifiche o comunque decorsi i predetti 12 mesi).

Alla luce di ciò, si è ritenuto opportuno procedere con primo adeguamento delle norme regolamentari già in questa sede, per garantire maggiore certezza del quadro normativo, attraverso l'introduzione di modifiche prevalentemente di allineamento formale o che presentano carattere sostanzialmente vincolato.

In sintesi, le modifiche al Regolamento Emittenti (*v. articolato*) che si sottopongono alla consultazione, 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).

Altre modifiche in materia di OPA obbligatorie, riguardano l'adeguamento:

- i) della soglia prevista per l'OPA da consolidamento, nella misura del 10% (art. 46, RE);
- ii) dei 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);
- iii) della 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);
- iv) dell'esenzione prevista per le operazioni di fusione e scissione, che ai sensi dell'art. 106, comma 5, del TUF, è stata estesa anche 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.

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 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.

3. ARTICOLATO

3.1 TABELLA 1 – ADEGUAMENTO AL *LISTING ACT*

Modifiche regolamentari	Considerazioni
a) Disciplina dei prospetti e delle offerte pubbliche	
<p><u>Modifiche al Regolamento Emittenti</u></p> <p style="text-align: center;">PARTE II APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO</p> <p style="text-align: center;">TITOLO I OFFERTA AL PUBBLICO DI SOTTOSCRIZIONE E VENDITA DI PRODOTTI FINANZIARI (...)</p> <p style="text-align: center;">Capo V Disposizioni comuni</p> <p style="text-align: center;">Sezione I Disciplina delle esenzioni</p> <p style="text-align: center;">Art. 34-ter (Casi di inapplicabilità ed esenzioni)</p> <p>01. Ai sensi e alle condizioni previste dall'articolo 3, paragrafo 2, del regolamento prospetto, le offerte al pubblico aventi ad oggetto titoli, il cui corrispettivo totale di ciascuna offerta nell'Unione Europea, calcolato su un periodo di 12 mesi, è compreso tra 1.000.000 di euro e sia inferiore a 128.000.000 di euro, sono esenti dall'obbligo di pubblicazione del prospetto.</p> <p>(...)</p> <p>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:</p>	<p>Come illustrato, il decreto legislativo 86/2026, nel modificare l'art. 100, comma 2, del TUF, ha confermato la previsione della soglia di 12 milioni di euro (in linea con la disciplina europea) per l'esenzione dal Prospetto.</p> <p>Al fine di agevolare la ricostruzione del quadro normativo di riferimento, si propone di modificare il comma 01 dell'art. 34-ter del RE, che – in attuazione della disciplina previgente – disciplinava la soglia di esenzione per le offerte pubbliche aventi ad oggetto i titoli.</p> <p>Per le offerte di prodotti finanziari diversi dai titoli, escluse dal perimetro applicativo del Regolamento Prospetto, si propone di innalzare da 8 a 12 milioni la soglia di esenzione stabilita (in attuazione dell'art. 100, co. 3, TUF) dall'art. 34-ter, comma 1, lett. c), in modo da allineare le due discipline [cfr. <i>supra</i>, par. 2.1.1., i)].</p>

Modifiche regolamentari	Considerazioni
<p>(...)</p> <p>c) il cui corrispettivo totale per ciascuna offerta nell'Unione Europea, calcolato su un periodo di 12 mesi, è inferiore a €12.000.000 di euro;</p> <p>(...)</p>	
<p style="text-align: center;">TITOLO II OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO O DI SCAMBIO</p> <p style="text-align: center;">Capo I Disposizioni generali</p> <p style="text-align: center;">Art. 35-bis (Ambito di applicazione)</p> <p>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:</p> <p>a) il cui corrispettivo totale è superiore a 8.000.000 di euro;</p> <p>b) rivolte ad un numero di soggetti superiore a centocinquanta.</p> <p>(...)</p>	<p>La modifica in commento attua la delega contenuta nell'articolo 1, comma 1, lettera v), del TUF, come introdotta dal d.lgs. 86/2026, che attribuisce alla Consob il potere di stabilire con proprio regolamento i requisiti relativi al numero di soggetti e all'ammontare complessivo, rilevanti ai fini delle qualificazione di "offerta pubblica di acquisto o di scambio" [art. 1, co. 1, lett. v), del TUF].</p> <p>In particolare, nelle more di una più ampia analisi per la revisione del Regolamento Emittenti volta all'adeguamento alla riforma del TUF, per tali offerte si propone di confermare, in linea con quanto già attualmente previsto per le offerte pubbliche di prodotti finanziari:</p> <p>a) il controvalore minimo, pari a 8 milioni di euro;</p> <p>b) il numero minimo dei destinatari, pari a 150.</p> <p>Infine, sono stati aggiornati i richiami normativi all'art. 2, tenuto conto che i commi 3 e 5 di tale disposizione sono già stati abrogati in occasione di precedenti lavori regolamentari.</p> <p>Si rammenta, infine, che resta ferma l'applicazione degli obblighi di offerta (previsti dall'art. 106) o di acquisto (previsti dall'art. 108) ai sensi del TUF, indipendentemente dal superamento delle anzidette soglie.</p>
<p style="text-align: center;">PARTE III EMITTENTI</p> <p>(...)</p> <p style="text-align: center;">TITOLO II INFORMAZIONE SOCIETARIA</p> <p>(...)</p> <p style="text-align: center;">Sezione IV Informazione su operazioni straordinarie</p>	<p>Come già illustrato [cfr. <i>supra</i>, par. 2.1.1., ii)], si propone di non esercitare la delega regolamentare prevista dall'art. 95, co. 1, lett. <i>a-bis</i>), del TUF, e di confermare dunque l'impianto vigente che non prevede alcuna specifica informativa per le offerte sottosoglia nell'ambito della disciplina dell'offerta al pubblico.</p>

Modifiche regolamentari	Considerazioni
<p style="text-align: center;">Art. 72 (Altre modifiche dello statuto, emissione di obbligazioni e acconti sui dividendi) (...)</p> <p>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 128.000.000 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. (...)</p> <p style="text-align: center;">* * *</p> <p style="text-align: center;">Allegato 3A</p> <p>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 (...)</p> <p>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:</p> <p>6.1.) la stima a data aggiornata del capitale circolante netto dell'emittente o del gruppo (inteso come differenza tra attivo corrente e passivo</p>	<p>Al contempo, si propone di confermare l'informativa attualmente richiesta nell'ambito della disciplina della informazione societaria per le operazioni di rafforzamento patrimoniale promosse da società con azioni quotate in mercati regolamentati di importo inferiore alla soglia di esenzione che viene allineata a 12 milioni di euro (art. 72 del RE e Allegato 3A).</p>

Modifiche regolamentari	Considerazioni
<p>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 rendicontazione contabile approvata dall'emittente; in tal caso, riportare una dichiarazione, anche con formulazione negativa, in merito alle variazioni significative eventualmente intervenute successivamente;</p> <p>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;</p> <p>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;</p> <p>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.</p> <p>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.</p>	

Modifiche regolamentari	Considerazioni
b) Disciplina dei mercati	
<u>Modifiche al Regolamento Mercati</u>	
<p>PARTE I DISPOSIZIONI COMUNI</p> <p>Art. 1 (Fonti normative)</p> <p>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.</p>	
<p>PARTE II SEDI DI NEGOZIAZIONE</p> <p>Titolo I Disciplina delle sedi di negoziazione (...)</p> <p style="text-align: center;">Capo IV-bis Condizioni per l'ammissione alle negoziazioni (...)</p> <p style="text-align: center;">Art. 18-bis (Disposizioni in materia di flottante sufficiente per l'ammissione di azioni alla negoziazione)</p> <p>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.</p>	<p>L'art. 66.1 del TUF, introdotto dal d.lgs. 86/2026 per il recepimento della direttiva (UE) 2024/2811, demanda al regolamento della Consob le disposizioni attuative della nuova disciplina del flottante di cui all'art. 51-bis della MIFID II.</p> <p>Come sopra illustrato [cfr. par. 2.1.2.], si propone di inserire il nuovo art. 18-bis nel Regolamento Mercati che:</p> <ul style="list-style-type: none"> - al comma 1, si demanda al regolamento del mercato l'introduzione del requisito di flottante minimo al 10%; - al comma 2, si mutua la analoga previsione contenuta nell'art. 51-bis, par. 6, della MiFID II, relativa alla ipotesi di ammissione alle negoziazioni di azioni fungibili con azioni già negoziate; - al comma 3, si introduce la possibilità per il mercato regolamentato di prevedere in funzione suppletiva gli ulteriori criteri che possono essere adottati per stabilire la sufficiente diffusione (in deroga alla regola del 10% prevista dal comma 1), ossia sulla base del

Modifiche regolamentari	Considerazioni
<p>2. Qualora si chieda l'ammissione alla negoziazione di azioni fungibili con azioni già ammesse alla negoziazione, il gestore del mercato regolamento valuta, per 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.</p> <p>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:</p> <p>a) un numero di azioni sufficiente è detenuto dal pubblico;</p> <p>b) le azioni sono detenute da un numero sufficiente di azionisti;</p> <p>c) il valore di mercato delle azioni detenute dal pubblico rappresenta un livello sufficiente del capitale sottoscritto nella categoria di azioni interessata.</p>	<p>numero delle azioni, del numero degli azionisti o del valore di mercato delle azioni detenute dal pubblico.</p>
<p>(...)</p> <p style="text-align: center;">Titolo II</p> <p style="text-align: center;">Obblighi informativi e di comunicazione</p> <p>(...)</p> <p style="text-align: center;">Capo III</p> <p style="text-align: center;">Organizzazione e funzionamento delle sedi di negoziazione</p> <p>(...)</p> <p style="text-align: center;">Art. 45</p> <p style="text-align: center;">(Comunicazioni da parte di mercati di crescita per le piccole e medie imprese)</p> <p>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)</p>	<p>Come illustrato [cfr. par. 2.1.2.], il decreto legislativo ha modificato l'art. 69 TUF al fine di recepire le integrazioni apportate all'art. 33 di MiFID II dalla direttiva (UE) 2024/2811, laddove si prevede che anche un segmento del sistema multilaterale di negoziazione possa richiedere la registrazione come mercato di crescita per le PMI.</p> <p>Nel Regolamento Mercati l'art. 45 disciplina le informazioni che devono essere comunicate alla Consob ai fini della registrazione dei mercati di crescita per le piccole e medie imprese. Le modifiche apportate sono volte a coordinare la disciplina in esame con le nuove disposizioni europee sopra richiamate.</p>

Modifiche regolamentari	Considerazioni
<p>2017/565, trasmettono alla Consob le seguenti informazioni:</p> <p>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;</p> <p>b) l'elenco degli emittenti, indicando per ciascuno di essi laddove rilevante ai fini delle verifiche di cui alla lettera a):</p> <p>i) gli strumenti finanziari (denominazione e codice ISIN) ammessi alla negoziazione;</p> <p>ii) il numero medio di dipendenti;</p> <p>iii) il totale di bilancio; iv) il fatturato annuo netto;</p> <p>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;</p> <p>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.</p> <p>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.</p>	
<p style="text-align: center;"><u>Modifiche al Regolamento Emittenti</u></p> <p style="text-align: center;">PARTE I FONTI NORMATIVE E DEFINIZIONI</p> <p>(...)</p> <p style="text-align: center;">Art. 2 (Definizioni)</p> <p>1. Nel presente regolamento si intendono per:</p> <p>(...)</p> <p>a-bis) "borsa": i mercati regolamentati, ovvero i relativi comparti o segmenti, nei quali è chiesta l'ammissione a quotazione ai sensi dell'articolo</p>	<p>Si tratta di una modifica di mero coordinamento, conseguente all'abrogazione della direttiva 2001/34/CE (a decorrere 5 dicembre 2026), per cui appare preferibile fare riferimento alle regole sull'ammissione a quotazione previste dall'art. 66 del TUF.</p>

Modifiche regolamentari	Considerazioni
<p>66, comma 1, del Testo unico risponde alle condizioni fissate dalla direttiva 2001/34/CE;</p> <p>(...)</p>	
c) Disciplina della ricerca finanziaria	
<p style="text-align: center;"><u>Modifiche al Regolamento Intermediari</u></p> <p style="text-align: center;">TITOLO V INCENTIVI</p> <p>(...)</p> <p style="text-align: center;">Capo III Ricerca in materia di investimenti</p> <p>(...)</p> <p style="text-align: center;">Art. 59-bis (Obblighi di conservazione)</p> <p>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.</p>	<p>Il Legislatore europeo ha modificato l'art. 24 di MiFID II con l'obiettivo di rendere i mercati dei capitali europei più attrattivi e accessibili, specie per le società a bassa e media capitalizzazione, favorendo la produzione di ricerca sugli investimenti.</p> <p>Le novità principali sulla materia sono state recepite a livello domestico attraverso l'introduzione nel TUF del nuovo art. 21-bis.</p> <p>Tenuto conto degli interventi già apportati alla normativa primaria nazionale, il nuovo art. 59-bis del RI è funzionale a dare attuazione all'art. 24, par. 9-bis, quarto comma, di MiFID II, prescrivendo ai soggetti abilitati l'obbligo di conservare un registro dei costi totali connessi alla ricerca.</p>
<p style="text-align: center;">Art. 59-ter (Ricerca sponsorizzata dall'emittente)</p> <p>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 risultati conformi a quanto previsto dai commi 1 e 3 dell'articolo 21-bis del Testo Unico, nonché dal comma 2 del presente articolo.</p> <p>2. La ricerca qualificata come "ricerca sponsorizzata dall'emittente" indica sulla prima pagina, in modo chiaro ed evidente, che è stata preparata conformemente al codice di condotta dell'UE per la ricerca sponsorizzata</p>	<p>Nell'ottica di rilanciare la ricerca sulle PMI, la normativa europea detta regole specifiche per la ricerca commissionata (in tutto o in parte) dagli stessi emittenti, che potranno finanziare studi e <i>report</i> dedicati per aumentare la propria visibilità presso gli investitori. Più in dettaglio, la <i>issuer sponsored research</i>, per essere qualificata come tale, dovrà rispettare un codice di condotta europeo definito dall'ESMA, nell'ambito del quale sono stabiliti standard tecnici in tema di: i) indipendenza degli analisti; ii) trasparenza circa eventuali legami di natura finanziaria; iii) qualità e affidabilità delle analisi.</p> <p>In attuazione della delega contenuta nell'art. 21-bis, comma 7, lett. a), del TUF, il nuovo art. 59-ter definisce gli aspetti tecnici di dettaglio connessi alla "ricerca sponsorizzata dall'emittente" contenuti nell'art. 24, par. 3-<i>quinquies</i> e 3-<i>sexies</i> di MiFID II a seguito delle modifiche apportate dalla direttiva (UE) 2024/2811.</p>

Modifiche regolamentari	Considerazioni
<p>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.</p> <p>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.</p>	<p>In particolare, la ricerca qualificata come “ricerca sponsorizzata dall'emittente” deve indicare chiaramente, fin dalla prima pagina, di essere stata redatta in conformità al codice di condotta UE; ogni altro materiale pagato dall'emittente che non rispetti tale codice sarà considerato comunicazione pubblicitaria e promozionale.</p> <p>Gli emittenti potranno trasmettere la ricerca sponsorizzata all'organismo di raccolta previsto dal regolamento (UE) 2023/2859 (ESAP), assicurando che la stessa sia accompagnata da metadati che ne attestino la conformità al codice di condotta UE.</p>
<p style="text-align: center;">Art. X <i>(Disposizioni transitorie)</i></p> <p>1. I soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento che producono o 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 presente regolamento decorsi tre mesi dalla data di entrata in vigore delle norme tecniche di regolamentazione previste dall'articolo 24, paragrafo 3-<i>quater</i>, della direttiva 2014/65/UE.</p>	<p>Al fine di garantire una transizione ordinata al nuovo regime, appare opportuno prevedere (nella delibera finale) una disposizione transitoria che precisi che gli obblighi in materia di <i>issuer-sponsored research</i> si applicheranno decorsi tre mesi dalla data di entrata in vigore delle norme tecniche di regolamentazione istitutive del codice di condotta UE.</p> <p>Fino a tale momento, gli operatori potranno continuare ad operare secondo il quadro (pre)vigente, disponendo del tempo necessario per adeguare, ove opportuno, i propri assetti contrattuali, organizzativi e procedurali al rinnovato regime.</p>

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

Modifiche regolamentari	Considerazioni
<p style="text-align: center;">Modifiche al Regolamento Emittenti</p> <p style="text-align: center;">PARTE I</p> <p style="text-align: center;">FONTI NORMATIVE E DEFINIZIONI</p> <p style="text-align: center;">Art. 2 (Definizioni)</p> <p>(...)</p> <p>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.</p>	<p>La modifica consegue all'abrogazione dell'art. 100-bis del TUF in tema di rivendita sistematica.</p>
<p style="text-align: center;">PARTE II</p> <p style="text-align: center;">APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO</p> <p>(...)</p> <p style="text-align: center;">TITOLO II</p> <p style="text-align: center;">OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO O DI SCAMBIO</p> <p style="text-align: center;">Capo I</p> <p style="text-align: center;">Disposizioni generali</p> <p style="text-align: center;">Art. 35 (Definizioni)</p> <p>1. Nel presente Titolo si intendono per:</p> <p>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;</p> <p>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</p>	<p>L'art. 35 del RE contiene la definizione di "<i>soggetti interessati</i>", contenente l'elenco dei soggetti nei cui confronti si applicano le norme di trasparenza (art. 41) e di correttezza (art. 42) in pendenza dell'offerta.</p> <p>Si propone di sostituire tale definizione con la nuova definizione di "parti interessate", introdotta nel TUF dalla riforma legislativa.</p> <p>La nuova definizione di "parti interessate" include: "<i>l'offerente, l'emittente, i soggetti ad essi legati da rapporti di controllo, le società sottoposte a comune controllo con essi, le società ad essi collegate, i componenti dei relativi organi di amministrazione e controllo, i soci dell'offerente o dell'emittente aderenti a uno dei patti oggetto di comunicazione ai sensi dell'articolo 122 nonché coloro che operano di concerto con l'offerente o l'emittente</i>". Essa, inoltre, è funzionale all'esercizio dei poteri di vigilanza informativa che la Consob, ai sensi del novellato art. 103, comma 2, del TUF, può esercitare nei confronti delle "parti interessate".</p> <p>La modifica regolamentare proposta, seppur dal punto di vista testuale non sia perfettamente</p>

Modifiche regolamentari	Considerazioni
<p>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;</p>	<p>coincidente con quella attuale (perché nella definizione di "<i>parti interessate</i>" non sono inclusi i direttori generali, contemplati invece tra i "<i>soggetti interessati</i>"), ha il pregio di garantire l'uniformità del perimetro di vigilanza delineato a livello regolamentare con quanto previsto dalla norma primaria (v. <i>infra</i>), evitando sovrapposizioni di carattere definitorio che potrebbero incidere negativamente sulla sistematicità delle regole in materia e dei poteri di vigilanza della Consob.</p>
<p style="text-align: center;">Art. 37-<i>bis</i> (Garanzie)</p> <p>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 contante 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.</p> <p>(...)</p>	<p>Si tratta di un mero allineamento testuale all'art. 106 del TUF.</p>
<p style="text-align: center;">Art. 37-<i>ter</i> (Promozione dell'offerta)</p> <p>1. L'offerente promuove l'offerta presentando alla Consob:</p> <p>a) il documento d'offerta e l'eventuale scheda di adesione redatti, rispettivamente, secondo gli schemi contenuti negli Allegati 2A e 2B;</p> <p>b) un'attestazione circa l'avvenuta presentazione alle autorità competenti delle comunicazioni o domande di autorizzazione richieste dalla normativa applicabile all'operazione.</p>	<p>Il nuovo comma 3-<i>bis</i> dell'art. 102 del TUF prevede che "<i>Il documento d'offerta è redatto in un formato leggibile in via automatizzata in italiano o in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale a scelta dell'offerente. Se il documento è redatto in una lingua diversa dall'italiano, è predisposta una nota di sintesi in italiano</i>".</p> <p>Ciò posto, ai fini della trasmissione alla Consob, può ritenersi sufficiente l'eliminazione del termine "<i>anche</i>", tenuto conto che il documento d'offerta dovrà necessariamente essere predisposto in un formato digitale e non più cartaceo.</p>

Modifiche regolamentari	Considerazioni
<p>2. I documenti indicati nel comma 1, lettera a), sono trasmessi anche in formato elettronico.</p> <p>3. Dell'intervenuta promozione dell'offerta è data senza indugio notizia, mediante un comunicato reso noto al mercato.</p>	
<p style="text-align: center;">Art. 38 (Documento d'offerta)</p> <p>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.</p> <p>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.</p> <p>(...)</p> <p>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 eventuali modifiche da questa richieste e contestualmente trasmesso all'emittente. Copia del supplemento pubblicato è</p>	<p>Si veda il commento riportato sopra, sub art. 37-ter.</p>

Modifiche regolamentari	Considerazioni
<p>trasmesso alla Consob e all'emittente anche in formato elettronico.</p>	
<p style="text-align: center;"><i>Art. 38-bis</i> (Riconoscimento in Italia del documento di offerta approvato dall'autorità di vigilanza di altri Stati membri della Unione europea)</p> <p>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.</p> <p>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.</p> <p>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.</p> <p>(...)</p> <p>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.</p>	<p>Le modifiche al comma 1 sono volte ad uniformare il regime linguistico del documento di offerta, nei casi delle offerte disciplinate dal presente articolo, consentendo l'utilizzo della lingua inglese in alternativa alla lingua italiana (ferma restando la necessità di una nota di sintesi in italiano), come previsto in generale dall'art. 102, co. 3-<i>bis</i>, del TUF.</p>
<i>Art. 38-ter</i>	<p>Si modificano i riferimenti ai soggetti extracomunitari per maggiore coerenza con i</p>

Modifiche regolamentari	Considerazioni
<p style="text-align: center;">Art. 41 (Norme di trasparenza)</p> <p>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.</p> <p>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:</p> <p>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;</p> <p>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;</p> <p>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:</p> <p>1) di acquisto e vendita dei prodotti finanziari oggetto d’offerta indicando i corrispettivi pattuiti;</p> <p>2) aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati connessi ai prodotti oggetto di offerta, indicandone i termini essenziali;</p> <p>d) l’offerente e i soggetti incaricati della raccolta delle adesioni diffondono almeno settimanalmente</p>	<p>Come illustrato nel commento all’art. 35 (v. <i>supra</i>) le modifiche sono volte a garantire un maggiore allineamento alla nuova definizione di “<i>parti interessate</i>” contenuta nel TUF, ai fini della vigilanza informativa della Consob.</p>

Modifiche regolamentari	Considerazioni
<p>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.</p> <p>(...)</p>	
<p style="text-align: center;">Art. 42 (Norme di correttezza)</p> <p>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.</p> <p>(...)</p>	v. sopra.
<p>(...)</p> <p style="text-align: center;">Capo II Offerte pubbliche di acquisto obbligatorie</p> <p style="text-align: center;">Art. 44-<i>bis</i> (Regime delle azioni private del diritto di voto)</p> <p>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.</p> <p>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</p>	Si tratta di interventi di coordinamento con le modifiche apportate alle soglie di cui all'art. 106 del TUF.

Modifiche regolamentari	Considerazioni
<p>in assemblea, diversi dal socio o da soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al 10 per cento.</p> <p>(...)</p>	
<p style="text-align: center;">Art. 44-<i>bis</i>.1 (Maggiorazione del diritto di voto e azioni a voto plurimo)</p> <p>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.</p>	<p>Si tratta di interventi di coordinamento con le modifiche apportate alle soglie di cui all'art. 106 del TUF.</p>
<p style="text-align: center;">Art. 44-<i>ter</i> (Strumenti finanziari derivati)</p> <p>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.</p> <p>2. Ai fini del calcolo delle soglie indicate nel comma 1 non si computano gli strumenti finanziari derivati che conferiscono una posizione lunga ove:</p> <p>(...)</p> <p>d) il superamento della soglia sia determinato da strumenti finanziari derivati detenuti, a fini di</p>	<p>Si tratta di interventi di mero coordinamento con le modifiche apportate alle soglie di cui all'art. 106 del TUF.</p>

Modifiche regolamentari	Considerazioni
<p>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 un'Autorità di vigilanza di uno Stato extracomunitario extra-UE con cui la Consob abbia accordi di cooperazione.</p>	<p>L'art. 1, co. 1, lett. f), del TUF, contiene la definizione di "impresa di investimento UE", tale intendendosi l'impresa di investimento, diversa dalla banca, autorizzata a svolgere servizi o attività di investimento, avente sede legale e direzione generale in un medesimo Stato dell'Unione europea, diverso dall'Italia.</p>
<p style="text-align: center;">Art. 44-<i>quater</i> (Persone che agiscono di concerto)</p> <p>(...)</p> <p>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:</p> <p>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;</p> <p>(...)</p>	<p>Si sostituiscono i riferimenti agli artt. 2408 e 2409 cod. civ. (abrogati dal d.lgs. 47/2026), con i riferimenti agli artt. 2396-ter e 2396-quater, concernenti rispettivamente la disciplina della denuncia all'organo di controllo e della denuncia al tribunale.</p>
<p style="text-align: center;">Art. 45 (Acquisto indiretto)</p> <p>1. L'acquisto, anche di concerto, di una partecipazione che consente di disporre del diritto di voto in misura superiore alle soglie indicate dall'articolo 106, commi 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 soglie indicate dall'articolo 106, commi 1, 1-bis e 1-ter, del Testo unico in una società quotata.</p>	<p>Si tratta di interventi di mero coordinamento con le modifiche apportate alle soglie di cui all'art. 106 del TUF.</p>

Modifiche regolamentari	Considerazioni
<p>1-bis. L'obbligo previsto dal comma 1 si applica anche in caso di superamento della soglia indicata dall'articolo 106, comma e-1-ter, del Testo unico a seguito della maggiorazione dei diritti di voto.</p>	
<p style="text-align: center;">Art. 46 (Consolidamento della partecipazione)</p> <p>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 105 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.</p>	<p>La modifica consegue all'innalzamento (dal 5%) al 10% della soglia che fa scattare l'obbligo di OPA da consolidamento [art. 106, co. 3, lett. b), TUF].</p>
<p style="text-align: center;">Art. 47-ter (Riduzione del prezzo in caso di eventi eccezionali)</p> <p>(...)</p> <p>2. Il prezzo dell'offerta rettificato in diminuzione coincide con il maggiore tra:</p> <p>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</p> <p>(...)</p>	<p>La modifica consegue alla riduzione (da dodici) a sei mesi del periodo di riferimento per la rilevazione del "prezzo più alto pagato" (ex art. 106, comma 2).</p>
<p style="text-align: center;">Art. 47-quater (Riduzione del prezzo in caso di manipolazione)</p> <p>(...)</p> <p>3. Il prezzo dell'offerta rettificato in diminuzione dalla Consob coincide con il maggiore tra: a) il prezzo più elevato pagato per acquisti di titoli della medesima categoria dall'offerente o dalle persone</p>	<p>v. sopra</p>

Modifiche regolamentari	Considerazioni
<p>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</p> <p>(...)</p>	
<p style="text-align: center;">Art. 49 (Esenzioni)</p> <p>1. L'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 non sussiste se:</p> <p>(...)</p> <p>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;</p> <p>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;</p>	<p>Si tratta di interventi di mero coordinamento con le modifiche apportate alle soglie di cui all'art. 106 del TUF.</p>

Modifiche regolamentari	Considerazioni
<p>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;</p> <p>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;</p> <p>(...)</p>	<p>La modifica alla lett. g) è conseguente all'inserimento del conferimento in natura tra le esenzioni dall'obbligo di OPA, analogamente a quanto già previsto per le operazioni di fusione e scissione.</p> <p>Si propone, pertanto, di estendere la disciplina attualmente prevista per tali operazioni straordinarie anche ai casi di aumento di capitale mediante conferimento di beni in natura (art. 2440; 2441, co. 4, cod. civ.), prevedendo che la relativa delibera assembleare debba essere assunta con il meccanismo del c.d. <i>white-wash</i>, 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.</p>
<p style="text-align: center;">Art. 50-<i>bis</i> (Determinazione del corrispettivo costituito in tutto o in parte da titoli)</p> <p>(...)</p> <p>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.</p>	<p>La modifica è volta a coordinare il testo con il nuovo art. 108, comma 5, del TUF (<i>v. infra</i>).</p>

Modifiche regolamentari	Considerazioni
<p>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.</p>	
<p style="text-align: center;">Art. 50-ter (Conversione in contanti del corrispettivo su richiesta del possessore dei titoli)</p> <p>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:</p> <p>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 alla valutazione dei titoli offerti in scambio indicata dall'offerente in occasione della precedente offerta;</p> <p>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.</p>	<p>Al primo comma, oltre all'aggiornamento terminologico della parola "contanti" in "denaro", viene precisato il richiamo all'art. 108, co. 5, secondo periodo, del TUF, come modificato dal d.lgs. n. 47/2026.</p> <p>Come già evidenziato (cfr. par. 2.2), si sensi di quest'ultima disposizione, nell'ambito delle offerte di cui all'art. 108, co. 1 e 2, del TUF – non è più necessario garantire la <i>cash alternative</i> (ossia il diritto degli oblati di esigere il corrispettivo alternativo in denaro), qualora nel corso della precedente offerta siano stati offerti in scambio titoli quotati in mercati regolamentati europei.</p>

Modifiche regolamentari	Considerazioni
<p style="text-align: center;">Art. 50-<i>quater</i> (Corrispettivo per l'esercizio del diritto di acquisto)</p> <p>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.</p> <p>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.</p>	<p>Le modifiche sono volte a realizzare un allineamento testuale all'art. 108 del TUF.</p>
<p style="text-align: center;">Art. 50-<i>quinquies</i> (Termini e procedura dell'obbligo e del diritto di acquisto)</p> <p>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, commi 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.</p> <p>(...)</p> <p>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:</p>	<p>La modifica amplia il richiamo all'art. 108, comma 2, per tenere conto della riduzione (dal 95%) al 90% della soglia per l'esercizio del diritto d'acquisto di cui all'art. 111 del TUF, operata dal d.lgs. n. 47/2026 (c.d. <i>squeeze-out</i>).</p>

Modifiche regolamentari	Considerazioni
<p>a) gli esiti dell'adempimento dell'obbligo di acquisto;</p> <p>b) la partecipazione complessivamente detenuta nel capitale dell'emittente;</p> <p>c) l'eventuale ricorrere dei presupposti previsti per l'obbligo di acquisto ai sensi dell'articolo 108, commi 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;</p> <p>(...)</p>	

ALLEGATO 1

QUESITI

PROPOSTE DI MODIFICA DEI REGOLAMENTI IN MATERIA DI EMITTENTI, INTERMEDIARI E MERCATI,
PER L'ADEGUAMENTO AL *LISTING ACT* E PER L'ADEGUAMENTO ALLE MODIFICHE IN MATERIA DI
OPA DERIVANTI DAL D.LGS. 47/2026

Quesiti	Osservazione
PARTE 1 - ATTUAZIONE DEL <i>LISTING ACT</i>	
1.1 Modifiche in materia di appello al pubblico risparmio	
<p><u>1.1.1 Soglia di esenzione del prospetto per prodotti finanziari diversi dai titoli e disciplina OPA</u></p> <p>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?</p>	
<p>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.</p>	
<p><u>1.1.2 Regime di trasparenza per le offerte sottosoglia</u></p> <p>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.</p>	

Quesiti	Osservazione
1.2 Modifiche in materia di mercati	
<u>1.2.1 Flottante minimo e criteri alternativi di sufficiente diffusione</u>	
<p>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?</p> <p>In caso contrario, si prega di fornire le motivazioni a supporto.</p>	
<p>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.</p>	
1.3 Disciplina della ricerca finanziaria	
<p>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 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?</p>	
<p>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?</p>	

Quesiti	Osservazione
PARTE II - COORDINAMENTO DELLA DISCIPLINA DELL'OPA CON IL D. LGS. N. 47/2026 DI RIFORMA DEL TUF	
<p>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, siano sufficientemente chiare e coerenti con il nuovo quadro normativo primario, nonché idonea a evitare incertezze interpretative o criticità applicative per gli operatori interessati? In caso contrario, si prega di fornire una proposta indicando le motivazioni a supporto.</p>	
<p>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.</p>	

INDICE

Parte I - Analisi preliminare sull'innalzamento della soglia di esenzione OPA alla luce del Listing Act.....59

- 1. Premessa59
- 2. Opa in Italia59
- 3. Capitalizzazione e flottante delle società quotate60
- 4. Brevi considerazioni conclusive62

Parte II - Analisi preliminare degli impatti della regolamentazione sulle modifiche in materia di mercati....64

- 1. Premessa64
- 2. Motivazioni dell'intervento regolamentare64
- 3. Analisi di impatto68
 - 3.1 Distribuzione del flottante tra le società quotate su Euronext Milan68
 - 3.2 Approfondimento econometrico70
- 4. Le opzioni di policy81
- 5. Indicatori84

PARTE I - ANALISI PRELIMINARE SULL'INNALZAMENTO DELLA SOGLIA DI ESENZIONE OPA ALLA LUCE DEL LISTING ACT

1. PREMESSA

L'obiettivo dell'analisi è fornire elementi utili a valutare, nel contesto delle iniziative legislative per l'adeguamento al *Listing Act*³¹, gli impatti di un eventuale innalzamento a 12 milioni della soglia di esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto (OPA), attualmente fissata a 8 milioni di euro ai sensi dell'art. 34-ter del Regolamento Emittenti.

A tal fine, di seguito sono analizzati il controvalore totale delle OPA e OPS effettuate in Italia nelle varie sedi negoziazioni e i dati relativi all'attuale capitalizzazione e flottante di mercato delle società con titoli negoziati sulle sedi di negoziazione in Italia³².

2. OPA IN ITALIA

Nella tabella che segue si riportano i dati di sintesi relative alle OPA lanciate in Italia, dal 2020 a fine aprile 2026, con controvalore ricompreso tra 8 e 12 milioni di euro.

Tabella 1 – Offerte pubbliche di acquisto con controvalore compreso tra 8 e 12 milioni di euro effettuate nel periodo 2020 -2025

Sede di negoziazione strumento finanziario	Natura offerta	OPA con controvalore tra 8 e 12 mil/€
Euronext Milan		3
	Obbligatoria	2
	Volontaria	1
Euronext Growth Milan		5
Totale		8

Nel periodo analizzato sono state registrate 8 offerte pubbliche con un controvalore compreso tra 8 e 12 milioni di euro: 3 su *Euronext Milan* e 5 su *Euronext Growth Milan*.

In termini relativi, tali operazioni rappresentano circa il 4 % del numero totale delle offerte su *Euronext Milan* e circa il 17% di quelle su *Euronext Growth Milan* nel medesimo periodo.

Con riferimento all'ipotesi di innalzamento della soglia di esenzione OPA da 8 a 12 milioni di euro, si evidenzia che tale modifica non produrrebbe effetti sulle OPA obbligatorie

³¹ Al riguardo, si richiama che il *Listing Act* ha innalzato la soglia di esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo per le offerte pubbliche di titoli, passata da 8 milioni a 12 milioni di euro su base annuale.

³² Nel seguito con il termine OPA ci si riferirà indistintamente alle Offerte pubbliche di acquisto e scambio, non rilevando tale distinzione ai fini della presente analisi.

riguardanti gli emittenti quotati su un mercato regolamento, ovvero *Euronext*. Infatti, in tali circostanze l'obbligo di OPA obbligatoria sorge, ai sensi degli articoli 106 e seguenti del TUF, al superamento di specifiche soglie di partecipazione nel capitale sociale dell'emittente, a prescindere dal controvalore economico dell'offerta. Ne consegue che, anche in caso di innalzamento della soglia di esenzione di cui all'articolo 34-ter del Regolamento Emittenti, esse continuerebbero a rientrare nell'ambito di applicazione dell'obbligo e a essere assoggettate alla vigilanza della Consob.

Per altro verso, simili argomentazioni valgono solo in parte con riferimento alle OPA riguardanti gli emittenti quotati su *Multilateral Trading Facilities*, quale *Euronext Growth Milan*. In tale mercato, infatti, le condizioni di obbligatorietà dell'OPA non sono disciplinate *ex lege*, ma derivano dall'inserimento nello statuto di specifiche clausole che rinviando, in via volontaria, alla disciplina del TUF in materia di offerte pubbliche di acquisto³³.

Ne consegue che, per quanto qui rileva, le OPA lanciate su *Euronext Growth Milan* – indipendentemente dalla loro natura – rientrano nel perimetro di vigilanza della Consob nella misura in cui il controvalore complessivo supera la soglia attualmente di 8 milioni di euro, prevista dall'articolo 34-ter del Regolamento Emittenti.

L'eventuale innalzamento della soglia avrebbe quindi interessato 6 delle OPA registrate nel periodo analizzato - 1 su *Euronext Milan* e 5 su *Euronext Growth Milan*, pari rispettivamente a circa all'1% e al 17% del totale delle OPA su tali segmenti - le quali sarebbero uscite dal perimetro di applicazione della disciplina OPA.

3. CAPITALIZZAZIONE E FLOTTANTE DELLE SOCIETÀ QUOTATE

Al fine di fornire un quadro più completo del potenziale impatto derivante dall'innalzamento della soglia di esenzione OPA da 8 a 12 milioni di euro, è utile considerare non solo il numero di operazioni che ne sarebbero state interessate in via retrospettiva, ma anche la platea di emittenti potenzialmente coinvolti. Al riguardo,

³³ In conformità a quanto previsto dal punto 6-bis, Parte Prima del Regolamento Emittenti di *Euronext Growth Milan*, gli emittenti ammessi alle negoziazioni su tale mercato sono tenuti a inserire nel proprio statuto, sin dall'avvio delle negoziazioni, clausole che richiamano, in via volontaria e nei limiti di compatibilità, le disposizioni del TUF e dei relativi regolamenti di attuazione applicabili alle società quotate su mercati regolamentati in materia di offerta al pubblico di acquisto. Tuttavia, le società quotate su *Euronext Growth Milan* non sono assoggettate *ex lege* alla disciplina dell'offerta pubblica di acquisto di cui agli articoli 102 e seguenti del TUF (né tantomeno alla disciplina dell'OPA obbligatoria di cui agli articoli 106 e seguenti del TUF), trattandosi di un mercato non regolamentato. Ne consegue che le disposizioni richiamate trovano applicazione solo per effetto del rinvio statutario imposto dal regolamento di Borsa, ma la relativa operazione può non essere sottoposta alla vigilanza della Consob. Tali operazioni, infatti, ricadono nelle competenze della Consob solo nei casi in cui assumano rilievo ai sensi dell'articolo 34-ter del Regolamento Emittenti Consob, ossia, per quanto qui di interesse, quando l'offerta abbia un controvalore complessivo superiore a 8 milioni di euro. In tali circostanze, la Consob esercita poteri di controllo e informativa a tutela della trasparenza del mercato e della parità di trattamento degli investitori.

risultano indicatori utili sia la capitalizzazione di mercato sia, soprattutto, il flottante effettivamente disponibile per il pubblico³⁴.

La capitalizzazione rileva come indicatore della dimensione economica potenziale dell'operazione, specie nei casi di OPA volontarie o totalitarie promosse da soggetti non già presenti nel capitale. Il flottante (ovvero la quantità di azioni di una società liberamente scambiabili sul mercato, escludendo le partecipazioni di controllo e quelle vincolate) rappresenta, invece, la base effettivamente contendibile e quindi l'elemento rilevante in operazioni volte ad acquisire o rafforzare posizioni di controllo mediante operazioni sotto-soglia non vigilate. I due indicatori, pertanto, si completano nell'analisi dell'impatto potenziale della riforma.

Tabella 2 - Capitalizzazione società

Sede di negoziazione strumento finanziario	(A) Società con capitalizzazione < 8 mil/€	(B) Società con capitalizzazione < 12 mil/€	(C) = (B) - (A) Società con capitalizzazione compresa tra 8 e 12 mil/€	(D) = [(B)-(A)]/(A) Incremento % Società in esenzione
Euronext Growth Milan	48	71	23	48%
Euronext Milan	10	11	1	10%

Con riferimento alla capitalizzazione, risultano 23 società con capitalizzazione compresa tra 8 e 12 milioni di euro sul mercato *Euronext Growth Milan* (pari al 10% del totale delle società quotate sul segmento) e, complessivamente, 71 società con capitalizzazione inferiore a 12 milioni di euro (pari al 33% del totale). Sul mercato *Euronext Milan*, si registra 1 società nella fascia tra 8 e 12 milioni di euro, a fronte di 11 società con capitalizzazione inferiore a 12 milioni di euro. L'innalzamento della soglia a 12 milioni di euro avrebbe comportato l'uscita dal perimetro di applicazione della disciplina OPA di un numero di società pari al 48% su *Euronext Growth Milan* e al 10% su *Euronext Milan*.

Se la capitalizzazione misura la dimensione complessiva dell'emittente, il flottante incide più direttamente sulla possibilità che un'operazione ricada o meno nella soglia di esenzione e che rafforzi posizioni di controllo. In mercati (quali quelli nazionali) caratterizzati da flottanti ridotti e strutture proprietarie concentrate, anche incrementi quantitativamente limitati delle partecipazioni possono incidere sulla rilevanza economica e strategica dell'operazione esente.

³⁴ Dati tratti da Bloomberg e aggiornati al 30 aprile 2026.

Tabella 3 - Flottante società

Sede di negoziazione strumento finanziario	(A) Società con flottante < 8 mil/€	(B) Società con flottante < 12 mil/€	(C) = (B) - (A) Società con flottante compreso tra 8 e 12 mil/€	(D) = [(B)-(A)]/(A) Incremento % Società in esenzione
Euronext Growth Milan	111	127	16	14%
Euronext Milan	18	21	3	17%

Con riferimento al flottante, sul mercato *Euronext Growth Milan* si osserva che le società con flottante compreso tra 8 e 12 milioni di euro sono 16, mentre quelle con flottante inferiore a 12 milioni di euro raggiungono le 127 unità, rappresentando rispettivamente il 7% e il 59% delle società quotate sul segmento. Sul mercato principale *Euronext Milan*, si registrano 3 società con flottante compreso tra 8 e 12 milioni di euro e 21 società con flottante inferiore a 12 milioni di euro, pari rispettivamente a circa il 1,5% e all'10% del totale delle società quotate sul segmento.

In termini differenziali, rispetto all'attuale soglia di 8 milioni di euro, l'ipotetico innalzamento della soglia a 12 milioni di euro avrebbe inciso sul perimetro di applicazione della disciplina OPA in misura pari al 14% su *Euronext Growth Milan* e al 17% su *Euronext Milan*.

4. BREVI CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

L'analisi evidenzia che un eventuale innalzamento della soglia rilevante ai fini dell'applicazione della disciplina OPA da 8 a 12 milioni di euro, in coerenza con quanto previsto dal *Listing Act* per l'esenzione dall'obbligo di prospetto informativo, interesserebbe in misura differente i due mercati analizzati. Sul mercato *Euronext Growth Milan*, nel periodo analizzato, l'innalzamento della soglia avrebbe comportato l'uscita dal perimetro di applicazione della disciplina OPA di 5 operazioni, pari a circa il 17% del numero totale delle OPA su tale segmento. Sul mercato *Euronext Milan*, l'innalzamento della soglia avrebbe invece comportato l'uscita dal perimetro di applicazione della disciplina OPA di 1 operazione, pari a circa l'1% del totale.

Con riferimento alla platea degli emittenti potenzialmente interessati, alla data di riferimento risultano quotate su *Euronext Growth Milan* 23 società con capitalizzazione di mercato compresa tra 8 e 12 milioni di euro e 16 società con flottante compreso nel medesimo intervallo. Su *Euronext Milan*, si registra 1 società nella fascia di capitalizzazione tra 8 e 12 milioni di euro e 3 società con flottante compreso nel medesimo intervallo. In termini relativi, con riferimento alla capitalizzazione, l'innalzamento della soglia a 12 milioni di euro avrebbe comportato l'uscita dal perimetro di applicazione della disciplina

OPA di un quota di società pari al 48% su *Euronext Growth Milan* e al 10% su *Euronext Milan*. Con riguardo al flottante, il medesimo innalzamento avrebbe inciso sul perimetro di applicazione della disciplina OPA in misura pari al 14% su *Euronext Growth Milan* e al 17% su *Euronext Milan*.

Nel complesso, i dati mostrano che l'innalzamento della soglia di esenzione a 12 milioni di euro inciderebbe in misura più ampia sul mercato *Euronext Growth Milan*, caratterizzato da una maggiore concentrazione di emittenti di piccole dimensioni con capitalizzazione e flottante contenuti, rispetto al mercato *Euronext Milan*, dove la quota di società interessate risulta più limitata.

PARTE II - ANALISI PRELIMINARE DEGLI IMPATTI DELLA REGOLAMENTAZIONE SULLE MODIFICHE IN MATERIA DI MERCATI

1. PREMESSA

La presente analisi preliminare degli impatti della regolamentazione accompagna l'intervento di adeguamento della disciplina nazionale in materia di requisiti di flottante e di sufficiente diffusione delle azioni ai fini dell'ammissione alla negoziazione sui mercati regolamentati, alla luce delle modifiche introdotte dal pacchetto europeo c.d. *Listing Act*.

L'analisi è volta a valutare le possibili opzioni regolamentari nell'esercizio della delega attribuita alla Consob, tenendo conto degli obiettivi perseguiti dal legislatore europeo di semplificazione dell'accesso ai mercati dei capitali, rafforzamento della competitività dei mercati europei e salvaguardia dell'ordinato funzionamento delle negoziazioni e della tutela degli investitori.

A tal fine, il documento esamina il quadro normativo di riferimento, l'attuale configurazione del mercato italiano in termini di flottante e liquidità degli strumenti finanziari, nonché le evidenze empiriche a supporto dell'esercizio della delega, con particolare riferimento alla scelta tra un approccio basato su una soglia percentuale uniforme e uno che consenta il ricorso ai criteri alternativi previsti dalla normativa europea.

2. MOTIVAZIONI DELL'INTERVENTO REGOLAMENTARE

Il *Listing Act* ha introdotto un nuovo quadro europeo in materia di requisiti di flottante e di sufficiente diffusione del capitale per l'ammissione delle azioni alla negoziazione sui mercati regolamentati dell'Unione europea, con l'obiettivo di ridurre gli oneri regolamentari connessi alla quotazione e di favorire l'accesso ai mercati dei capitali, in particolare da parte delle imprese di dimensione medio-piccola, e rafforzare la competitività dei mercati europei³⁵.

³⁵ Il pacchetto normativo comprende:

- il Regolamento (UE) 2024/2809 del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica i regolamenti (UE) 2017/1129, (UE) n. 596/2014 e (UE) n. 600/2014;
- la Direttiva (UE) 2024/2810 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 23 ottobre 2024 sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un sistema multilaterale di negoziazione;
- la Direttiva (UE) 2024/2811 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 23 ottobre 2024 che modifica la direttiva 2014/65/UE e che abroga la direttiva 2001/34/CE.

In tale contesto, l'articolo 51-bis della Direttiva 2014/65/UE (*MiFID II*), come introdotto dalla Direttiva (UE) 2024/2811 (di seguito anche Direttiva *Listing Act*) prevede, tra l'altro, che:

- gli Stati membri provvedono “*affinché i mercati regolamentati prescrivano 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*”;
- in deroga alla previsione di cui sopra, gli Stati membri hanno la facoltà di “*prescrivere che i mercati regolamentati stabiliscano al momento dell'ammissione almeno uno dei seguenti requisiti per la domanda di ammissione alla negoziazione di azioni:*
 - a) *un numero di azioni sufficiente è detenuto dal pubblico;*
 - b) *le azioni sono detenute da un numero sufficiente di azionisti;*
 - c) *il valore di mercato delle azioni detenute dal pubblico rappresenta un livello sufficiente del capitale sottoscritto nella categoria di azioni interessata*”.

Il *Listing Act* dispone, inoltre, l'abrogazione integrale, a decorrere dal 5 dicembre 2026, della Direttiva 2001/34/CE (c.d. Direttiva *Listing*) che attualmente disciplina, tra l'altro, l'ammissione alla quotazione in un mercato ufficiale. L'art. 48, in particolare, prevede che “*una diffusione sufficiente delle azioni tra il pubblico di uno o più Stati membri deve essere realizzata al più tardi all'atto dell'ammissione*”; inoltre, “*Una diffusione sufficiente si presume realizzata quando le azioni oggetto della richiesta di ammissione sono ripartite tra il pubblico per l'ammontare di almeno 25% del capitale sottoscritto rappresentato da tale categoria di azioni, oppure quando, dato il numero elevato di azioni di una stessa categoria e data l'ampiezza della loro diffusione tra il pubblico, il mercato può funzionare regolarmente anche con una percentuale più limitata*”.

In tale cornice normativa, pertanto, la soglia del 25% era configurata come una presunzione di “*sufficiente diffusione*” delle azioni quotate, potendosi ammettere percentuali più limitate quando – con una valutazione caso per caso – è elevato il numero di azioni di una stessa categoria ed è ampia la loro diffusione tra il pubblico.

Con il *Listing Act*, dunque, la soglia minima di flottante viene ridotta dal 25% al 10% con possibilità, al contempo, per gli Stati Membri di derogare a tale soglia prescrivendo l'applicazione di criteri alternativi di diffusione dell'azionariato. La modifica normativa muove dal presupposto che il livello minimo del flottante del 25% prescritto dalla Direttiva *Listing* è “*eccessivo e non più adeguato*”, mentre, nell'ottica di rendere più competitivi i mercati dei capitali dell'Unione e consentire una maggiore flessibilità per gli emittenti, la previsione di un flottante obbligatorio minimo pari al 10% è stata ritenuta dal legislatore

europeo idonea a garantire un livello sufficiente di liquidità sul mercato, ferme restando le ulteriori modalità per valutare se un numero sufficiente di azioni sia stato distribuito al pubblico (*cfr.* considerando 12 della Direttiva *Listing Act*).

La revisione del requisito di flottante si inserisce in un obiettivo di *policy* più ampio. Essa non rappresenta una misura isolata, ma una componente del più generale intervento di semplificazione perseguito dal *Listing Act*, volto a rendere i mercati pubblici dei capitali più attrattivi per gli emittenti, in particolare per le imprese di minori dimensioni e per quelle in fase di crescita, nel rispetto in ogni caso di adeguate tutele per gli investitori e l'integrità dei mercati. L'analisi d'impatto della Commissione europea evidenzia, infatti, che i mercati dei capitali dell'Unione rimangono meno sviluppati rispetto ad altre giurisdizioni, anche per effetto della frammentazione dei mercati nazionali, della perdurante dipendenza dal finanziamento bancario e della presenza di oneri regolamentari percepiti come disincentivanti rispetto alla quotazione.

In questa prospettiva, l'intervento sul flottante deve essere letto come una misura volta a ridurre un possibile ostacolo regolamentare all'ammissione a negoziazione e ad aumentare la flessibilità per gli emittenti, non come una soluzione idonea, da sola, a determinare un incremento automatico delle quotazioni. La stessa Commissione europea sottolinea che la decisione di quotarsi dipende da una pluralità di fattori, molti dei quali esterni all'ambito di intervento del regolatore, quali il contesto macrofinanziario, l'ampiezza della base degli investitori, i costi dei servizi connessi alla quotazione, il trattamento fiscale del capitale di rischio e la liquidità complessiva del mercato. Ne deriva che l'abbassamento della soglia di flottante va valutato come parte di un insieme più ampio di misure dirette a migliorare le condizioni di accesso ai mercati pubblici, preservando al contempo gli obiettivi di tutela degli investitori e ordinato funzionamento del mercato.

Ciò posto, le nuove disposizioni europee introdotte dal *Listing Act* **si applicano a decorrere dal 6 giugno 2026** ed entro tale data gli Stati membri devono adottare le occorrenti disposizioni nazionali di recepimento.

Per quanto di interesse, il decreto legislativo 29 aprile 2026, n. 86, di attuazione del pacchetto *Listing act*, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale il 21 maggio 2026, prevede l'introduzione nel TUF del nuovo art. 66.1 che recepisce le nuove disposizioni europee sulle condizioni particolari relative all'ammissione di azioni alla negoziazione, demandando alla Consob il compito di disciplinare con regolamento “*gli obblighi a cui sono tenuti i mercati regolamentati relativamente alle domande di ammissione alla negoziazione di azioni in conformità a quanto previsto dall'articolo 51-bis, paragrafi 3, 4 e 5, della direttiva 2014/65/UE*”, ossia anche in materia di flottante.

In via teorica, il flottante percentuale rappresenta una misura della quota di capitale disponibile per la negoziazione e, in quanto tale, è tradizionalmente associato positivamente alla liquidità del mercato. Tale indicatore costituisce, tuttavia, soltanto una componente della liquidità, la quale può dipendere anche da ulteriori fattori, quali l'intensità degli scambi, il *turnover* del capitale, il numero e la composizione degli investitori.

Alla luce di ciò, come si è detto, il quadro europeo:

- da un lato, mantiene una soglia minima di flottante quale criterio semplice e standardizzato, abbassandolo dal 25% al 10%;
- dall'altro, consente l'utilizzo di criteri alternativi, volti a cogliere la diffusione effettiva del capitale e le condizioni attese di negoziazione, coerentemente con l'obiettivo della MiFID II di garantire negoziazioni eque, ordinate ed efficienti.

L'intervento legislativo si pone l'obiettivo di:

- garantire un'adeguata tutela degli investitori sotto il profilo della trasparenza e dell'ordinato funzionamento del mercato;
- favorire l'accesso al mercato dei capitali e la competitività, riducendo gli effetti derivanti da requisiti di ammissione potenzialmente troppo onerosi.

Va considerato, altresì, che la riduzione della soglia minima di flottante dal 25% al 10%, prevista dal quadro europeo per favorire l'accesso al mercato dei capitali, può comportare, al contempo, un ampliamento delle fattispecie in cui l'ammissione può avvenire in presenza di livelli più contenuti di diffusione del capitale. Assume, pertanto, particolare rilievo la capacità dei criteri di ammissione di riflettere in modo adeguato le condizioni di negoziazione attese, anche alla luce della maggiore flessibilità introdotta dalla normativa europea.

In tale contesto, l'analisi empirica svolta nel prosieguo del documento è finalizzata a valutare se il requisito di flottante percentuale risulti sufficiente, da solo, a riflettere condizioni attese di liquidità e negoziabilità dei titoli, oppure se, alla luce della natura non pienamente predittiva del flottante, sia opportuno affiancargli criteri alternativi per migliorare la valutazione *ex ante* della diffusione del capitale e delle condizioni di negoziazione attese. Tale verifica è, pertanto, direttamente funzionale alla scelta se avvalersi della flessibilità prevista dall'articolo 51-bis MiFID II.

Poiché, nel contesto dell'ammissione alla negoziazione, le condizioni di liquidità si realizzano necessariamente in un momento successivo alla quotazione, attraverso la continuità degli scambi, l'ampiezza dei volumi negoziati e l'impatto delle transazioni sui prezzi, l'analisi empirica utilizza dati osservati su società già quotate al fine di valutare se il flottante possa essere considerato un indicatore affidabile *ex ante* delle condizioni di negoziazione attese.

In tale prospettiva, le relazioni osservate tra flottante e liquidità *ex post* rappresentano evidenze indirette della capacità del requisito percentuale di selezionare, in fase di IPO, titoli idonei a garantire un ordinato funzionamento del mercato.

3. ANALISI DI IMPATTO

3.1 Distribuzione del flottante tra le società quotate su Euronext Milan

Il campione analizzato comprende complessivamente 190 società quotate su *Euronext Milan*, per le quali sono stati esaminati dati relativi al flottante, al numero di azioni totali e flottanti, alla capitalizzazione di mercato totale e flottante, nonché ai principali indicatori di liquidità³⁶. Tali informazioni forniscono un quadro preliminare utile a valutare in che misura i diversi livelli di flottante osservati nel mercato si associno, in termini empirici, a condizioni di negoziazione e liquidità differenziate.

Dall'analisi emerge una marcata eterogeneità nella distribuzione del flottante tra le società considerate. La maggioranza delle società, pari a **163** emittenti, presenta un flottante superiore alla soglia del **25%**. Un numero più contenuto di società si colloca nelle fasce di flottante intermedie, comprese tra il **10%** e il **25%** (**23** emittenti), mentre la quota di società con flottante pari o inferiore al **10%** risulta residuale (**4** emittenti). Ciò indica che, già nel contesto attuale, la soglia del 10% rappresenta un livello ampiamente superato dalla quasi totalità degli emittenti quotati.

In tale contesto, è stata condotta una prima analisi dei dati analizzando la relazione che lega il flottante a due diversi indicatori - *turnover* del flottante e l'indice *Amihud*³⁷ - utilizzati come *proxy* della liquidità dei titoli degli emittenti (*cfr.* Figure 1 e 2). Come si è detto, tale

³⁶ Il dataset utilizzato nell'analisi è composto da osservazioni a frequenza mensile, costruite aggregando i dati giornalieri disponibili per ciascuna società. In particolare, per ogni società e per ciascun mese del 2025, le variabili considerate sono state determinate come media dei corrispondenti valori giornalieri osservati nel mese. Fonte dati Bloomberg e Factset.

³⁷ 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, *cfr.* Amihud, Y. (2002), "Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects", *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56. 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.

analisi, pur riferendosi a dati osservati *ex post*, è utilizzata come evidenza indiretta per valutare se il flottante rappresenti un indicatore affidabile *ex ante* delle condizioni di negoziazione attese in fase di ammissione.

Figura 1 – Grafico a dispersione tra Flottante (%) e Turnover.

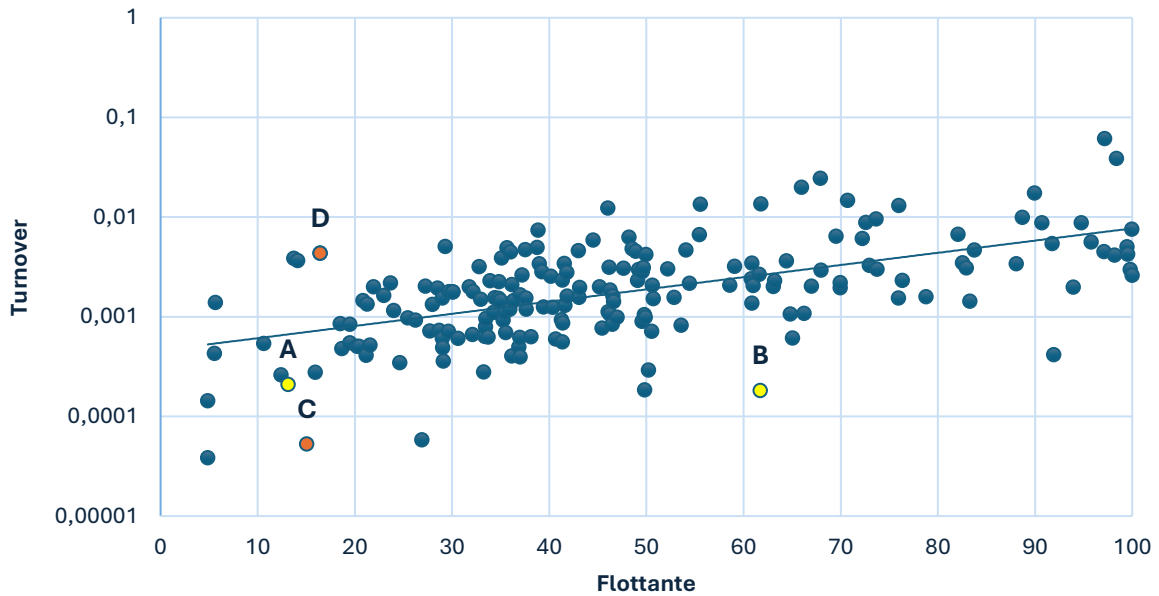
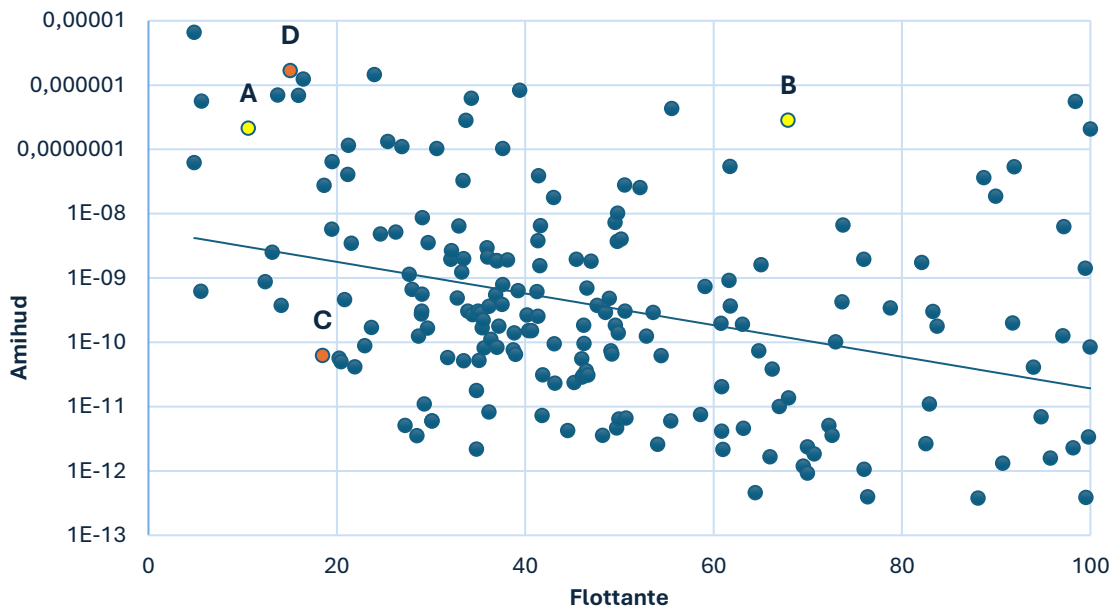


Figura 2 - Grafico a dispersione tra Flottante (%) e indice Amihud.



Dalla Figura 1 emerge un'associazione tendenzialmente positiva tra flottante e *turnover*. In media, al crescere della quota di capitale detenuta dal pubblico, aumenta anche l'intensità degli scambi sul titolo. Tale evidenza, pur non rappresentando un rapporto causale, è

coerente con l'idea che una maggiore disponibilità di azioni negoziabili possa favorire una maggiore attività di mercato.

Il secondo grafico conferma tale indicazione. La relazione tra flottante e indicatore di *Amihud* appare tendenzialmente negativa, ciò indica che al crescere del flottante, il grado di illiquidità tende a diminuire. Poiché l'*Amihud* misura l'impatto degli scambi sui prezzi, tale andamento suggerisce che i titoli con maggiore flottante tendono, in media, a presentare una maggiore capacità di assorbire gli ordini senza generare variazioni significative delle quotazioni.

Tuttavia, entrambi i grafici evidenziano una dispersione non trascurabile degli indicatori di liquidità lungo l'intera distribuzione del flottante. Questa eterogeneità suggerisce che il flottante, pur essendo associato alla liquidità in termini medi, non consente di individuare in modo univoco condizioni di negoziazione comparabili tra gli emittenti.

In particolare, società con livelli di flottante simili possono presentare valori del *turnover* o dell'indicatore di *Amihud* anche sensibilmente differenti (si veda, ad esempio, il confronto tra i punti C e D, evidenziati in arancione nelle due figure); allo stesso tempo, società con livelli di flottante diversi possono mostrare indicatori di liquidità tra loro molto vicini (si veda, ad esempio, il confronto tra i punti A e B in giallo nelle due figure). In una prospettiva regolamentare, queste evidenze suggeriscono che una soglia uniforme di flottante potrebbe non selezionare in modo accurato, in fase di ammissione, i titoli con condizioni attese di liquidità adeguate.

Nel complesso, queste prime analisi sembrano confermare che un maggiore flottante è generalmente associato a migliori condizioni di liquidità, ma mostrano anche che tale associazione potrebbe non essere sistematica. Da ciò discende l'opportunità di valutare gli ulteriori criteri di diffusione delle azioni previsti dal legislatore europeo, quali il numero di azioni detenute dal pubblico, il numero di azionisti o il valore di mercato delle azioni diffuse presso il pubblico.

3.2 Approfondimento econometrico

Alla luce di quanto emerso nella sezione precedente, l'approfondimento econometrico di seguito svolto mediante regressione ha l'obiettivo di approfondire la relazione tra criteri di diffusione dei titoli e liquidità alla luce di ulteriori caratteristiche dell'emittente.

In particolare, l'analisi consente di approfondire mediante strumenti statistici più avanzati l'associazione tra liquidità e i vari criteri di diffusione dell'azionariato previste dalla

normativa europea ai fini della selezione degli emittenti da ammettere alla negoziazione sui mercati regolamentati.

3.2.1 Impostazione del modello

Ai fini dell'analisi è stato adottato un modello econometrico volto a verificare la relazione tra flottante e liquidità, in linea con l'impostazione seguita dalla letteratura nell'analisi della relazione tra flottante e liquidità³⁸.

In questa prospettiva, il modello non è utilizzato per individuare deterministicamente una soglia ottimale di flottante, ma per verificare se il flottante rappresenti effettivamente una variabile rilevante per la liquidità e se, al tempo stesso, risulti opportuno affiancarlo con ulteriori criteri, quali il numero di azioni detenute dal pubblico, il numero di azionisti e il valore di mercato delle azioni flottanti.

Box 1 di approfondimento – Modello econometrico utilizzato

Il modello econometrico utilizzato prende ispirazione dallo studio di El-Nader, “*Stock liquidity and free float: evidence from the UK*”, che analizza la relazione tra flottante e liquidità nel mercato britannico. In particolare, il modello utilizza regressioni *cross-sectional* con metodologia Fama-MacBeth³⁹ per verificare se livelli più elevati di flottante siano associati a una maggiore liquidità dei titoli. Le regressioni *cross-sectional* consentono, in termini intuitivi, di confrontare tra loro le società osservate nello stesso periodo, verificando se quelle con un flottante più elevato presentino anche migliori condizioni di liquidità.

L'analisi considera diverse misure di liquidità, tra cui l'indicatore di *Amihud* e il *turnover*, e include variabili di controllo relative alle caratteristiche delle società, quali dimensione, prezzo del titolo e leva finanziaria.

La metodologia Fama-MacBeth, applicata su dati mensili, consiste nel ripetere questa analisi mese per mese e nel calcolare successivamente la media dei risultati ottenuti nei diversi mesi. In questo modo è possibile valutare se la relazione tra flottante e liquidità

³⁸ El-Nader, Ghaith. "Stock liquidity and free float: Evidence from the UK." *Managerial Finance* 44.10 (2018): 1227-1236. L'impostazione empirica seguita da El-Nader, volta a verificare l'associazione tra flottante e liquidità del titolo, è stata presa in considerazione anche dalla Financial Conduct Authority nell'ambito della consultazione Primary Markets Effectiveness Review (CP21/21), Annex 4, par. 31, dove il citato studio è incluso tra le evidenze accademiche rilevanti per la valutazione degli effetti del requisito del flottante sulla liquidità. Disponibile al link: <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp21-21.pdf>.

³⁹ Fama, E.F. and MacBeth, J.D. (1973), "Risk, return, and equilibrium: empirical tests", *Journal of Political Economy*, Vol. 81 No. 3, pp. 607-636.

sia ricorrente nel tempo e non dipenda da uno specifico mese o da condizioni contingenti di mercato.

Rispetto al richiamato studio sul mercato britannico, che analizza la relazione tra flottante e liquidità con riferimento a società a elevata capitalizzazione, in particolare le società appartenenti al FTSE 100 del mercato britannico, l'analisi qui svolta adotta una scelta metodologica ulteriore, consistente nello stimare le regressioni separatamente per i segmenti FTSE Mib, FTSE Mid Cap e FTSE Small Cap. Tale scelta risponde all'esigenza di adattare il modello al contesto dell'analisi regolamentare italiana e di ridurre le distorsioni generate dall'elevata eterogeneità delle società quotate considerate nel campione⁴⁰.

Nello specifico, sono state effettuate regressioni su osservazioni mensili relative all'anno 2025. Le variabili dipendenti esaminate coincidono con i due indicatori intesi come *proxy* di liquidità già considerati nell'analisi descrittiva, ovvero l'indicatore di *Amihud* e il *turnover*.

Le variabili esplicative (o indipendenti) considerate, oltre al flottante (espresso in termini percentuali) sono allineate ai criteri alternativi previsti dal legislatore europeo, ovvero il valore di mercato delle azioni flottanti e il numero di azioni flottanti⁴¹ (per indisponibilità di dati non è stato valutato il criterio relativo al numero di azionisti dell'emittente). Tali variabili sono analizzate sia in modelli semplici, sia in modelli con variabili di controllo, quali la dimensione dell'emittente, il prezzo del titolo e la leva finanziaria.

Di seguito una tabella riepilogativa delle variabili utilizzate.

⁴⁰ Gli emittenti appartenenti a segmenti diversi possono infatti presentare caratteristiche strutturalmente differenti in termini di dimensione, capitalizzazione, intensità degli scambi, base investitori e visibilità sul mercato. Stimare un'unica regressione sull'intero campione potrebbe quindi portare a risultati influenzati, almeno in parte, da tali differenze di scala e di struttura, più che dalla sola relazione tra flottante e liquidità. L'analisi per segmenti consente invece di confrontare società relativamente più omogenee tra loro e di verificare se l'associazione tra flottante e liquidità emerge anche all'interno di gruppi di emittenti più comparabili.

⁴¹ Entrambe le variabili sono stata trasformate in scala logaritmica al fine di rendere più agevole il confronto tra società di dimensioni molto diverse. Tale trasformazione consente di attenuare l'effetto dei valori estremi e di ridurre la dispersione della variabile, rendendo la stima meno sensibile alla diversa scala degli emittenti.

Tabella 4 – Riepilogo delle variabili utilizzate

Variabile	Cosa indica
Indicatore di Amihud	Misura l'illiquidità del titolo. Valori più elevati indicano che anche scambi contenuti possono avere un maggiore impatto sul prezzo.
Turnover	Misura l'intensità degli scambi. È calcolato come rapporto tra volumi scambiati e numero totale di azioni. Valori più elevati indicano maggiore attività di negoziazione e quindi maggiore liquidità.
Flottante (%)	Indica la quota percentuale di capitale detenuta dal pubblico e potenzialmente disponibile per la negoziazione sul mercato.
Capitalizzazione flottante	Indica il valore di mercato delle azioni detenute dal pubblico. Serve a misurare non solo la percentuale di flottante, ma anche il valore economico effettivamente disponibile alla negoziazione.
Azioni flottanti	Indica il numero di azioni detenute dal pubblico. Serve a cogliere la quantità effettiva di azioni potenzialmente disponibili per gli scambi.
Capitalizzazione di mercato / Size	Misura la dimensione complessiva dell'emittente. È utilizzata come variabile di controllo perché società più grandi possono presentare condizioni di liquidità diverse rispetto a società di minori dimensioni.
Prezzo del titolo	Indica il prezzo di mercato dell'azione. È considerato perché il livello del prezzo può incidere sulle modalità e sull'intensità degli scambi.
Leva finanziaria	Misura il grado di indebitamento dell'emittente (Debito finanziario a lungo termine / Totale attivo contabile). È utilizzata come variabile di controllo perché la struttura finanziaria della società può influenzare il profilo di rischio e, indirettamente, la liquidità del titolo.

3.2.2 Risultati principali delle analisi di regressione

Sono state considerate sei diverse regressioni, costruite secondo una logica progressiva e stimate separatamente utilizzando, alternativamente, due diverse variabili dipendenti: da un lato, il *turnover* del flottante, quale indicatore di liquidità e dall'altro, l'indice di *Amihud*, quale indicatore di illiquidità del titolo.

Le prime tre (cfr. modelli 1, 2 e 3 del box *infra*) considerano le relazioni isolate tra liquidità (misurata rispettivamente dall'indicatore di *Amihud*⁴² e dal *turnover*) e, rispettivamente,

⁴² L'indicatore nelle varie regressioni è stato scalato al fine di rendere più agevole la lettura dei coefficienti, ciò in quanto, nella sua forma originaria, lo stesso assume spesso valori molto piccoli, prossimi allo zero. Questo dipende dal modo in cui è costruito, ovvero come rapporto tra la variazione del prezzo e i volumi scambiati in valore monetario. Poiché i volumi negoziati possono essere molto elevati, il risultato finale può essere un numero estremamente ridotto.

flottante, capitalizzazione flottante e numero di azioni flottanti. Questi tre modelli verificano se, oltre al flottante, anche gli altri due criteri alternativi individuati del legislatore sono positivamente associati alla liquidità.

Per altro verso, le regressioni di cui ai modelli 4, 5 e 6 ampliano, rispettivamente, le prime tre regressioni sopra descritte, introducendo anche alcune variabili di controllo, ossia capitalizzazione totale, prezzo e leva finanziaria. In questo modo si verifica se la relazione tra liquidità e variabili legate al flottante rimanga valida anche a parità di altre caratteristiche dell'emittente.

Box 2 di approfondimento - Versione esplicita modelli considerati⁴³

Specificazione dei modelli con indicatore *Aimhud* come variabile dipendente:

- **Modello1:** $Aimhud_{i,t} = \alpha + \beta_1 Flottante_{i,t} + \varepsilon$
- **Modello2:** $Aimhud_{i,t} = \alpha + \beta_1 Flottante_{i,t} + \beta_2 Capitalizzazione\ Flottante_{i,t} + \varepsilon$
- **Modello3:** $Aimhud_{i,t} = \alpha + \beta_1 Flottante_{i,t} + \beta_2 Azioni\ Flottanti_{i,t} + \varepsilon$
- **Modello4:** $Aimhud_{i,t} = \alpha + \beta_1 Flottante_{i,t} + \beta_2 Capitalizzazione\ totale_{i,t} + \beta_3 Price_{i,t} + \beta_4 Leva\ finanziaria_{i,t} + \varepsilon$
- **Modello5:** $Aimhud_{i,t} = \alpha + \beta_1 Capitalizzazione\ Flottante_{i,t} + \beta_2 Capitalizzazione\ totale_{i,t} + \beta_3 Price_{i,t} + \beta_4 Leva\ finanziaria_{i,t} + \varepsilon$
- **Modello6:** $Aimhud_{i,t} = \alpha + \beta_1 Azioni\ Flottanti_{i,t} + \beta_2 Capitalizzazione\ totale_{i,t} + \beta_3 Price_{i,t} + \beta_4 Leva\ finanziaria_{i,t} + \varepsilon$

Specificazione dei modelli con turnover come variabile dipendente:

- **Modello1:** $Turnover_{i,t} = \alpha + \beta_1 Flottante_{i,t} + \varepsilon$
- **Modello2:** $Turnover_{i,t} = \alpha + \beta_1 Flottante_{i,t} + \beta_2 Capitalizzazione\ Flottante_{i,t} + \varepsilon$
- **Modello3:** $Turnover_{i,t} = \alpha + \beta_1 Flottante_{i,t} + \beta_2 Azioni\ Flottanti_{i,t} + \varepsilon$
- **Modello4:** $Turnover_{i,t} = \alpha + \beta_1 Flottante_{i,t} + \beta_2 Capitalizzazione\ totale_{i,t} + \beta_3 Price_{i,t} + \beta_4 Leva\ finanziaria_{i,t} + \varepsilon$
- **Modello5:** $Turnover_{i,t} = \alpha + \beta_1 Capitalizzazione\ Flottante_{i,t} + \beta_2 Capitalizzazione\ totale_{i,t} + \beta_3 Price_{i,t} + \beta_4 Leva\ finanziaria_{i,t} + \varepsilon$
- **Modello6:** $Turnover_{i,t} = \alpha + \beta_1 Azioni\ Flottanti_{i,t} + \beta_2 Capitalizzazione\ totale_{i,t} + \beta_3 Price_{i,t} + \beta_4 Leva\ finanziaria_{i,t} + \varepsilon$

Un primo elemento rilevante ai fini dell'analisi regolamentare è rappresentato dalla significatività statistica delle variabili legate al flottante. I risultati mostrano, nel complesso, che il flottante percentuale, la capitalizzazione flottante e il numero di azioni flottanti sono associati positivamente alle condizioni di liquidità del titolo. Tale evidenza emerge sia utilizzando l'indice di Amihud, quale misura di illiquidità, sia utilizzando il turnover del flottante, quale misura diretta dell'intensità degli scambi. L'inserimento delle variabili di controllo conferma, in larga parte, tale evidenza, considerato che anche tenendo conto di ulteriori caratteristiche dell'emittente, quali capitalizzazione totale, prezzo e leva

⁴³ In generale, i modelli di regressione servono a verificare, secondo un metodo statistico strutturato, se una variabile è associata a un'altra. In questo caso, si analizza se il flottante, la capitalizzazione flottante o il numero di azioni flottanti sono associati all'indicatore di *Amihud*. Poiché *Amihud* misura l'illiquidità, un coefficiente negativo indica che all'aumentare della variabile considerata l'illiquidità tende a diminuire, e quindi la liquidità tende a migliorare. Ad esempio, il modello 1 verifica se una maggiore percentuale di flottante è associata a minore illiquidità, mentre il modello 4 verifica se una maggiore percentuale di flottante è associato all'illiquidità tenuto conto della (o anche a parità di) capitalizzazione totale, del prezzo e della leva finanziaria.

finanziaria, le variabili legate al flottante mantengono un contributo autonomo e statisticamente significativo⁴⁴.

I risultati risultano coerenti per tutti e tre i segmenti di mercato analizzati, FTSE MIB, FTSE MID CAP e FTSE SMALL CAP, confermando che le variabili legate al flottante assumono rilievo nella spiegazione delle condizioni di liquidità dei titoli indipendentemente dalla dimensione del segmento di appartenenza.

Nel complesso, le analisi confermano che il flottante percentuale rappresenta un indicatore rilevante della liquidità, ma mostrano anche che altri indicatori – quali il valore di mercato delle azioni flottanti e il numero di azioni detenute dal pubblico – forniscono un contributo informativo autonomo e significativo.

Ciò suggerisce che un approccio regolamentare basato esclusivamente su una soglia percentuale di flottante potrebbe non cogliere pienamente le caratteristiche rilevanti ai fini della valutazione delle condizioni di negoziazione attese, rendendo opportuno considerare ulteriori criteri.

Le evidenze di seguito rappresentate costituiscono la base informativa empirica per la valutazione delle opzioni regolamentari di seguito illustrate.

⁴⁴ In alcuni casi, il segno o l'intensità dei coefficienti può variare tra le specificazioni semplici e quelle con variabili di controllo. Tale circostanza non appare anomala, in quanto nei modelli semplici la variabile considerata può incorporare anche l'effetto di altre caratteristiche dell'emittente, come la capitalizzazione totale, il prezzo del titolo o la leva finanziaria. L'introduzione dei controlli consente invece di isolare in modo più accurato il contributo specifico della variabile di interesse.

Tabella 5 – Risultati regressione considerando il campione delle società quotate su FTSE MIB. In queste regressioni l'indice Amihud è scalato per 10^{12}

Variable	Modello 1	Modello 2	Modello 3	Modello 4	Modello 5	Modello 6
Costante	15.1*** (4.16)	129.7*** (3.57)	73.0*** (4.17)	145.4*** (3.33)	141.1*** (3.34)	147.9*** (3.41)
Flottante (%)	-14.6*** (-3.36)			-5.9*** (-7.29)		
Capitale flottante		-5.5*** (-3.48)			-3.4*** (-5.06)	
Azioni flottanti			-3.4*** (-4.03)			-1.3** (-2.58)
Capitalizzazione di mercato				-5.8*** (-3.24)	-2.5** (-2.21)	-4.0*** (-3.62)
Prezzo				0.05*** (8.40)	0.05*** (8.75)	0.006 (0.32)
Leva Finanziaria				-11.5** (-3.01)	-10.9** (-2.94)	-9.9** (-2.99)
R-quadro medio	0.102	0.430	0.394	0.567	0.563	0.550
Osservazioni usate	414	414	414	414	414	414
Mesi usati	12	12	12	12	12	12
Newey-West lag ⁴⁵	2	2	2	2	2	2

*Nota esplicativa: In ogni cella della tabella sono riportati i valori dei coefficienti β dei vari modelli. Tra parentesi, invece, sono riportati i valori delle statistiche t ⁴⁶. I simboli *, ** e *** indicano la significatività statistica rispettivamente ai livelli del 10%, 5% e 1%. (più stelletto indicano una maggiore significatività statistica, cioè una minore probabilità che il risultato osservato sia dovuto al caso).*

⁴⁵ Il Newey-West lag serve a rendere più affidabile il calcolo della significatività statistica dei risultati. In pratica, corregge le statistiche della regressione per tenere conto del fatto che gli errori del modello possono essere collegati tra loro nel tempo. In questo modo, le “stelletto” dei coefficienti sono valutate in modo più prudente.

⁴⁶ Le statistiche t misurano il rapporto tra il coefficiente stimato e la sua incertezza (misurata dall'errore standard). Esse servono per capire se l'effetto stimato è reale oppure potrebbe essere dovuto al caso. In particolare, aiutano a verificare se possiamo escludere che il coefficiente sia statisticamente diverso da zero (cioè che non ci sia alcun effetto). In generale, più la statistica t è grande (in valore assoluto), più è probabile che il coefficiente sia effettivamente diverso da zero e quindi che esista un effetto significativo.

Tabella 6 – Risultati regressione considerando il campione delle società quotate su FTSE MID CAP. In queste regressioni l'indice Amihud è scalato per 10^{12}

Variable	Modello 1	Modello 2	Modello 3	Modello 4	Modello 5	Modello 6
Costante	660.232*** (4.36)	4601.936*** (4.61)	3182.708*** (3.32)	4754.843*** (4.09)	4079.880*** (4.22)	5065.450*** (4.16)
Flottante (%)	-1071.414*** (-4.11)			-1008.301*** (-4.17)		
Capitale flottante		-218.590*** (-4.56)			-394.978*** (-4.02)	
Azioni flottanti			-166.977*** (-3.23)			-268.113** (-2.87)
Capitalizzazione di mercato				-190.479*** (-4.10)	198.719*** (3.63)	14.486 (0.47)
Prezzo				4.461** (2.66)	4.438** (2.76)	-10.916** (-2.61)
Leva Finanziaria				-689.731** (-2.48)	-704.158** (-2.52)	-815.822** (-2.41)
R-quadro medio	0.154	0.253	0.203	0.295	0.357	0.319
Osservazioni usate	647	647	647	647	647	647
Mesi usati	12	12	12	12	12	12
Newey-West lag	2	2	2	2	2	2

*Nota esplicativa: In ogni cella della tabella sono riportati i valori dei coefficienti β dei vari modelli. Tra parentesi, invece, sono riportati i valori delle statistiche t. I simboli *, ** e *** indicano la significatività statistica rispettivamente ai livelli del 10%, 5% e 1%. (più stelletto indicano una maggiore significatività statistica, cioè una minore probabilità che il risultato osservato sia dovuto al caso).*

Tabella 7 – Risultati regressione considerando il campione delle società quotate su FTSE SMALL CAP. In queste regressioni l'indice Amihud è scalato per 10¹²

Variable	Modello 1	Modello 2	Modello 3	Modello 4	Modello 5	Modello 6
Costante	516372.771** (3.10)	3159244.014*** (3.87)	2487511.034*** (3.99)	2808787.812*** (3.76)	1809394.945*** (3.96)	3301735.684*** (4.18)
Flottante (%)	- 728231.527** (-2.77)			-826404.988** (-3.07)		
Capitale flottante		-173552.009*** (-3.86)			-504099.858** (-2.86)	
Azioni flottanti			-139290.536*** (-3.95)			-166904.563*** (-3.45)
Capitalizzazione di mercato				-123524.644*** (-3.80)	386825.013** (2.53)	-12566.375 (-0.59)
Prezzo				-3417.151 (-1.20)	686.748 (0.31)	-28965.112** (-3.00)
Leva Finanziaria				111.894 (0.01)	4068.520 (0.43)	-4472.569 (-0.44)
R-quadro medio	0.033	0.121	0.075	0.117	0.183	0.133
Osservazioni usate	1091	1091	1091	1091	1091	1091
Mesi usati	12	12	12	12	12	12
Newey-West lag	2	2	2	2	2	2

*Nota esplicativa: In ogni cella della tabella sono riportati i valori dei coefficienti β dei vari modelli. Tra parentesi, invece, sono riportati i valori delle statistiche t. I simboli *, ** e *** indicano la significatività statistica rispettivamente ai livelli del 10%, 5% e 1%. (più stelletto indicano una maggiore significatività statistica, cioè una minore probabilità che il risultato osservato sia dovuto al caso).*

Tabella 8 – Risultati regressione considerando il campione delle società quotate su FTSE MIB.

Variable	Modello 1	Modello 2	Modello 3	Modello 4	Modello 5	Modello 6
Costante	0.272*** (7.14)	2.633*** (4.68)	0.068 (0.12)	5.627*** (9.41)	6.237*** (13.17)	5.480*** (8.80)
Flottante (%)	0.427*** (5.61)			0.871*** (10.38)		
Capitale flottante		-0.092*** (-3.66)			0.496*** (7.76)	
Azioni flottanti			0.024 (0.79)			0.243*** (5.16)
Capitalizzazione di mercato				-0.237*** (-10.03)	-0.724*** (-15.89)	-0.423*** (-15.77)
Prezzo				-0.004*** (-7.68)	-0.004*** (-7.11)	0.004*** (5.02)
Leva Finanziaria				-0.148** (-2.34)	-0.231*** (-4.20)	-0.447*** (-7.37)
R-quadro medio	0.042	0.063	0.050	0.329	0.336	0.374
Osservazioni usate	414	414	414	414	414	414
Mesi usati	12	12	12	12	12	12
Newey-West lag	2	2	2	2	2	2

*Nota esplicativa: In ogni cella della tabella sono riportati i valori dei coefficienti β dei vari modelli. Tra parentesi, invece, sono riportati i valori delle statistiche t . I simboli *, ** e *** indicano la significatività statistica rispettivamente ai livelli del 10%, 5% e 1%. (più stelletto indicano una maggiore significatività statistica, cioè una minore probabilità che il risultato osservato sia dovuto al caso).*

Tabella 9 – Risultati regressione considerando il campione delle società quotate su FTSE MID CAP

Variable	Modello 1	Modello 2	Modello 3	Modello 4	Modello 5	Modello 6
Costante	0.057*** (9.34)	0.016 (0.17)	-0.176* (-2.00)	0.537*** (3.24)	0.694*** (4.81)	0.451** (2.66)
Flottante (%)	0.254*** (13.12)			0.287*** (14.63)		
Capitale flottante		0.007 (1.47)			0.098*** (13.40)	
Azioni flottanti			0.019*** (3.62)			0.054*** (15.00)
Capitalizzazione di mercato				-0.024*** (-3.18)	-0.119*** (-26.99)	-0.063*** (-10.39)
Prezzo				-0.001** (-2.38)	-0.001** (-2.49)	0.002*** (12.13)
Leva Finanziaria				0.129*** (4.42)	0.130*** (4.73)	0.146*** (4.71)
R-quadro medio	0.093	0.009	0.044	0.184	0.197	0.166
Osservazioni usate	648	648	648	648	648	648
Mesi usati	12	12	12	12	12	12
Newey-West lag	2	2	2	2	2	2

*Nota esplicativa: In ogni cella della tabella sono riportati i valori dei coefficienti β dei vari modelli. Tra parentesi, invece, sono riportati i valori delle statistiche t. I simboli *, ** e *** indicano la significatività statistica rispettivamente ai livelli del 10%, 5% e 1%. (più stelletto indicano una maggiore significatività statistica, cioè una minore probabilità che il risultato osservato sia dovuto al caso).*

Tabella 10 – Risultati regressione considerando il campione delle società quotate su FTSE SMALL CAP

Variable	Modello 1	Modello 2	Modello 3	Modello 4	Modello 5	Modello 6
Costante	-0.384*** (-3.34)	4.291** (3.00)	1.665 (1.48)	5.625*** (3.11)	6.967*** (3.37)	5.686** (2.74)
Flottante (%)	1.811*** (4.85)			1.473*** (5.22)		
Capitale flottante		-0.226** (-2.78)			0.467*** (4.85)	
Azioni flottanti			-0.075 (-1.15)			0.129*** (9.54)
Capitalizzazione di mercato				-0.330*** (-3.12)	-0.810*** (-3.97)	-0.421*** (-3.97)
Prezzo				0.016** (2.47)	0.014** (2.26)	0.037*** (5.77)
Leva Finanziaria				0.117 (1.05)	0.135 (1.15)	0.150 (1.26)
R-quadro medio	0.148	0.085	0.015	0.391	0.360	0.326
Osservazioni usate	1091	1091	1091	1091	1091	1091
Mesi usati	12	12	12	12	12	12
Newey-West lag	2	2	2	2	2	2

Nota esplicativa: In ogni cella della tabella sono riportati i valori dei coefficienti β dei vari modelli. Tra parentesi, invece, sono riportati i valori delle statistiche t . I simboli *, ** e *** indicano la significatività statistica rispettivamente ai livelli del 10%, 5% e 1%. (più stelletto indicano una maggiore significatività statistica, cioè una minore probabilità che il risultato osservato sia dovuto al caso).

4. LE OPZIONI DI POLICY

Ai fini dell'esercizio della delega regolamentare conferita alla Consob dall'articolo 66.1 del TUF, sono state analizzate due opzioni regolamentari per la definizione della disciplina nazionale relativa ai criteri per l'ammissione alla negoziazione delle azioni sui mercati regolamentati.

Opzione 1 – Soglia di flottante minimo definita dalla Consob

L'opzione 1 stabilisce che la Consob preveda il solo requisito di flottante minimo (soglia percentuale pari al 10%), senza attribuire la facoltà ai gestori del mercato di ricorrere ai criteri alternativi previsti dalla normativa europea. In tale assetto, la sufficiente diffusione delle azioni sarebbe quindi valutata esclusivamente sulla base di una soglia quantitativa minima predeterminata, senza il ricorso ai criteri alternativi previsti dalla normativa europea.

Tale soluzione presenta il vantaggio di:

- assicurare un elevato grado di certezza regolamentare e prevedibilità ex ante dei requisiti di ammissione;
- garantire un'applicazione uniforme della disciplina tra gli emittenti e tra le sedi di negoziazione;
- ridurre gli spazi di discrezionalità valutativa, semplificando il processo di ammissione.

Tuttavia, essa presenta anche alcuni limiti:

- non consente di tenere conto di ulteriori caratteristiche rilevanti dell'emittente e del titolo, quali il valore di mercato, il numero degli investitori o il numero di azioni effettivamente distribuite presso il pubblico;
- può condurre, in fase di IPO, a escludere emittenti che, pur presentando un flottante più contenuto, mostrerebbero caratteristiche favorevoli sotto altri profili;
- limita la capacità del gestore del mercato di effettuare una valutazione complessiva e sostanziale della diffusione del capitale.

Opzione 2 – Massima flessibilità al gestore del mercato

L'Opzione 2 attribuisce, nell'esercizio della facoltà prevista dall'art. 51-*bis*, par. 5, MiFID II, piena autonomia al gestore del mercato di prevedere, in deroga al requisito del flottante minimo del 10%, uno o più criteri alternativi di sufficiente diffusione delle azioni.

In tale assetto, la soglia percentuale del flottante non rappresenta un vincolo esclusivo, ma uno dei possibili criteri per la valutazione della diffusione del capitale, che può essere sostituito o integrato da altri indicatori (quali il numero di azioni detenute dal pubblico, il numero di azionisti o il valore di mercato delle azioni flottanti).

Questa soluzione presenta i seguenti elementi di forza:

- consente una valutazione più articolata e sostanziale della diffusione del capitale, tenendo conto di una pluralità di indicatori rilevanti;
- risulta maggiormente coerente con le evidenze empiriche, che mostrano come la liquidità non sia determinata unicamente dal livello percentuale di flottante, ma dipenda anche da ulteriori fattori;
- riduce il rischio di applicazioni meccaniche della soglia, migliorando la capacità di selezionare, in fase di ammissione, titoli caratterizzati da condizioni di negoziazione adeguate;
- valorizza il ruolo e l'*expertise* dei gestori dei mercati, nel rispetto di criteri oggettivi e trasparenti.

Per contro, l'opzione presenta alcuni profili di criticità:

- può comportare una minore prevedibilità *ex ante* dei requisiti di ammissione rispetto a una soglia quantitativa uniforme;
- richiede un maggiore sforzo valutativo e motivazionale da parte dei gestori del mercato;
- può determinare una maggiore eterogeneità applicativa.

Inoltre, va considerato che la riduzione della soglia minima al 10% rende più ampio il perimetro delle potenziali ammissioni caratterizzate da livelli relativamente contenuti di flottante. Considerata l'elevata correlazione tra flottante e liquidità supportata dalle analisi empiriche svolte sul mercato italiano, il solo requisito percentuale potrebbe non essere sempre sufficiente a cogliere, in modo adeguato, le condizioni di negoziazione attese.

In questa prospettiva, la possibilità di ricorrere ai criteri alternativi previsti dalla normativa europea appare coerente con l'esigenza di affiancare alla soglia minima ulteriori elementi di valutazione, contribuendo a un equilibrio tra esigenze di accesso al mercato e garanzia di condizioni di negoziazione adeguate.

La tabella seguente rappresenta la matrice qualitativa degli impatti delle diverse opzioni valutare rispetto all'attuale quadro normativo che richiede un flottante pari ad almeno il 25% in sede di IPO (scenario *baseline*).

Criterio	Prevedibilità <i>ex ante</i> dei requisiti di ammissione	Accesso al mercato	Idoneità a intercettare condizioni attese di negoziazione adeguate del titolo
Opzione 1	+	+	-
Opzione 2	0	++	+

++: importanti miglioramenti; +: alcuni miglioramenti; 0: nessun impatto apprezzabile; -: qualche peggioramento; --: significativi peggioramenti

Il confronto tra le due opzioni evidenzia un *trade-off* tra standardizzazione dei criteri di ammissione e capacità di considerare una pluralità di elementi rilevanti ai fini della valutazione della diffusione del capitale.

L'opzione 1 privilegia la semplicità e la certezza regolamentare, attraverso l'applicazione di una soglia uniforme e facilmente verificabile. Tuttavia, tale approccio presuppone che il flottante percentuale costituisca un indicatore sufficientemente rappresentativo delle condizioni di negoziazione attese.

Le evidenze empiriche illustrate nella sezione precedente mostrano che tale relazione, pur presente in termini medi, è caratterizzata sul mercato regolamentato italiano da un'elevata eterogeneità tra gli emittenti e che ulteriori variabili risultano statisticamente associate alla liquidità.

A ciò si aggiunge che la riduzione della soglia minima di flottante dal 25% al 10%, prevista dal quadro europeo, amplia il novero delle possibili ammissioni anche in presenza di livelli più contenuti di diffusione del capitale. In tale contesto, non è possibile escludere che, in alcuni casi, il solo requisito percentuale non sia pienamente rappresentativo delle condizioni di negoziazione e liquidità attese.

L'opzione 2 consente di tener conto di tali elementi, permettendo di affiancare o sostituire il criterio percentuale con ulteriori indicatori. Questa soluzione, pur non consentendo di prevedere con certezza le condizioni di liquidità *ex ante*, permette di considerare una gamma più ampia di fattori potenzialmente rilevanti.

Nel complesso, quindi l'opzione 2 appare maggiormente coerente con la finalità di favorire un accesso al mercato più proporzionato e aderente alle caratteristiche economiche degli emittenti, valorizzando una valutazione più flessibile e sostanziale della diffusione del capitale presso il pubblico.

5. INDICATORI

L'analisi di impatto è stata condotta sulla base di dati quantitativi relativi agli strumenti finanziari quotati su Euronext Milan, con l'obiettivo di valutare la capacità delle diverse opzioni regolamentari di rappresentare le effettive condizioni di liquidità e di negoziazione degli strumenti finanziari, in coerenza con gli articoli 51 e 51-bis MiFID II.

Ai fini del monitoraggio *ex post* degli effetti della modifica regolamentare, saranno considerati:

- **indicatori di accesso al mercato**, quali il numero di nuove ammissioni a quotazione e, in particolare, il numero di nuove ammissioni con flottante compreso tra il 10% e il 25%;
- **indicatori relativi alla struttura del flottante**, quali il flottante percentuale, il numero di azioni detenute dal pubblico, la capitalizzazione flottante e il numero di azionisti;
- **indicatori di liquidità**, coerenti con quelli utilizzati nell'analisi, quali il *turnover ratio* e l'indicatore di illiquidità di *Amihud*, eventualmente affiancati da ulteriori misure di mercato, come il controvalore medio giornaliero degli scambi, il numero di transazioni, il bid-ask spread e i giorni con scambi assenti o molto ridotti.