

Milano, 7 aprile 2026

Via SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno

Spett.le

**Commissione Nazionale per le Società e la Borsa**

*Divisione Studi e Regolamentazione*

Via G.B. Martini, n. 3

00198 Roma

**Oggetto: osservazioni al documento di consultazione del 16 marzo 2026 intitolato "Proposte di modifica dei regolamenti in materia di emittenti, mercati e operazioni con parti correlate"**

Con riferimento al documento di consultazione in oggetto (il "**Documento di Consultazione**"), si ringrazia codesta onorevole Commissione per l'opportunità di formulare osservazioni relative alle proposte allo studio e si accoglie positivamente la volontà di revisionare le disposizioni regolamentari in materia di emittenti, mercati e operazioni con parti correlate, soprattutto alla luce delle modifiche apportate dalla Legge 5 marzo 2024, n. 21 (la "**Legge Capitali**").

## **1. Premessa**

Il Documento di Consultazione rappresenta una lodevole iniziativa da parte di codesta Commissione, che si iscrive all'interno degli interventi volti a favorire l'accesso al mercato finanziario in linea con gli obiettivi della più ampia riforma europea legata alla costruzione della Capital Markets Union, muovendo dall'esigenza di sviluppare le potenzialità dei mercati dei capitali in ambito europeo e di incentivare l'afflusso di risorse finanziarie soprattutto per le piccole e medie imprese (PMI).

Il Documento di Consultazione ha ad oggetto tre distinte direttrici di intervento: (i) l'esercizio della facoltà opzionale attribuita all'autorità competente dall'art. 19, par. 9, del Regolamento (UE) n. 596/2014 ("**MAR**"), come novellato dal Listing Act (come di seguito definito), in ordine alla determinazione della soglia rilevante ai fini degli obblighi di trasparenza delle operazioni effettuate dalle persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione di un emittente quotato (c.d. *internal dealing*); (ii) il coordinamento della normativa regolamentare secondaria con le innovazioni apportate dalla Legge Capitali al D. Lgs. n. 58 del 24 febbraio 2026, come successivamente modificato e integrato (il "**TUF**") e ai relativi regolamenti attuativi; e (iii) una serie di interventi di semplificazione in materia di offerte al pubblico e prospetti.

Il Documento di Consultazione si iscrive nel quadro del pacchetto normativo del c.d. "*Listing Act*" che comprende: (i) il Regolamento (UE) 2024/2809, che modifica i Regolamenti (UE) 2017/1129, (UE) n. 596/2014 e (UE) n. 600/2014, (ii) la Direttiva (UE) 2024/2810 sulle strutture con azioni a voto plurimo e (iii) la Direttiva (UE) 2024/2811 che modifica la Direttiva 2014/65/UE (il "**Listing Act**"). Tali strumenti normativi trovano applicazione con termini differenziati, in particolare, talune

disposizioni trovano già applicazione dal 4 dicembre 2024, altre dal 5 marzo 2026, altre ancora dal 5 giugno 2026; le due Direttive, *sub* (ii) e (iii) che precedono, richiedono il recepimento da parte degli Stati Membri entro il 5 dicembre 2026. Per gli ambiti che richiedono l'intervento del legislatore nazionale, si dovrà attendere l'emanazione del decreto legislativo delegato sulla base della Legge 13 giugno 2025, n. 91 (la "**Legge di delegazione europea 2024**").

Con specifico riguardo alla materia dell'*internal dealing*, la disciplina novellata prevede una soglia base di 20.000 euro annui — calcolata nell'anno civile sommando senza compensazione tutte le operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari dell'emittente — unitamente alla facoltà per l'autorità competente di incrementarla a 50.000 euro ovvero di ridurla a 10.000 euro, previa informativa motivata all'*European Securities and Markets Authority* (l'**ESMA**)

Gli interventi di coordinamento della normativa regolamentare secondaria con le innovazioni apportate dalla Legge Capitali al TUF e ai relativi regolamenti attuativi sono volti a garantire l'allineamento della disciplina regolamentare con il vigente quadro normativo primario, mediante la soppressione delle disposizioni attuative di norme abrogate dalla medesima legge.

Le proposte in materia di prospetti riguardano, *inter alia*, l'eliminazione dell'obbligo di deposito *post*-approvazione per i prospetti di titoli *equity* e *non-equity*, l'abrogazione di taluni obblighi informativi *post*-offerta a carico del responsabile del collocamento e la semplificazione del modulo di adesione.

Preliminarmente e nell'ottica di allineare la disciplina domestica a quella degli altri principali mercati europei, occorre evidenziare come le proposte di modifica di cui *infra*, ove adottate, potrebbero condurre alla rimozione di obblighi e adempimenti ultronei rispetto al quadro di riferimento europeo che si configurano come fenomeni di *gold plating*.

Si riportano di seguito talune considerazioni in relazione alle specifiche modifiche al Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (il "**Regolamento Emittenti**") e al TUF proposte da codesta Commissione all'interno del Documento di Consultazione.

## **2. Le modifiche del Listing Act in materia di internal dealing**

Con riferimento alle modifiche del Listing Act in materia di *internal dealing*, si accoglie favorevolmente la proposta in merito all'esercizio, da parte della Commissione, della facoltà di cui all'art. 19, par. 9, MAR come modificato dal Regolamento (UE) 2024/2809, mediante l'innalzamento della soglia di rilevanza a 50.000 euro attraverso la proposta modifica dell'art. 152-*quinquies*.1 del Regolamento Emittenti.

Tale scelta risulterebbe coerente con l'orientamento consolidatosi in plurimi ordinamenti europei comparabili (tra cui Francia, Germania e Danimarca) che hanno già adottato la soglia di 50.000 euro. Il processo di rimodulazione della soglia, già avviato da questa Commissione con delibera n. 19925 del 22 marzo 2017 — che, in ossequio a esigenze di proporzionalità e sostenibilità degli adempimenti, aveva elevato la soglia originaria da 5.000 a 20.000 euro — trova piena continuità nell'adozione della proposta in esame.

Inoltre, le simulazioni condotte sui dati dell'anno 2025 avallano l'opzione regolatoria prescelta in quanto: (i) la riduzione delle segnalazioni conseguenti all'innalzamento delle soglie non comporrebbe effetti rilevanti né sull'integrità del mercato, né

sull'efficacia della funzione di vigilanza in quanto la Commissione conserverebbe, in ogni caso, la facoltà di individuare eventuali operazioni sotto-soglia attraverso i propri strumenti di *detection*; e (ii) la proposta contribuirebbe altresì a rafforzare la valenza segnaletica delle comunicazioni di *internal dealing*, riducendo il rischio di c.d. "rumore informativo" e concentrando l'attenzione del mercato sulle operazioni di maggiore rilevanza per le decisioni di investimento, in linea con il principio di proporzionalità quale cardine del sistema regolamentare europeo.

### **3. Il coordinamento con la Legge Capitali**

In merito agli interventi di coordinamento della disciplina regolamentare con le innovazioni introdotte dalla Legge Capitali, si condivide l'abrogazione della disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi, introdotta dall'art. 4 della Legge Capitali, che ha comportato l'esclusione di tale categoria dal perimetro di vigilanza della Commissione e la conseguente eliminazione dal Regolamento Emittenti delle pertinenti disposizioni attuative, ivi incluso l'intero Capo VI (artt. 108-112 del Regolamento Emittenti) e degli Allegati 3G, 3G-*bis* e 3G-*ter*.

Analogamente, si condivide l'eliminazione del potere della Commissione di disporre, ex art. 112 del TUF, l'innalzamento della percentuale per il ripristino del flottante, eliminato dall'art. 6 della Legge Capitali, nonché l'abrogazione degli artt. 152-*sexies*/152-*octies* RE, attuativi della previgente disciplina sull'*internal dealing* degli azionisti rilevanti di cui all'art. 114, comma 7, del TUF, abrogato dall'art. 10 della Legge Capitali.

Infine, si accoglie favorevolmente l'abrogazione degli artt. 15 e 17 del Regolamento Consob n. 20249 del 28 dicembre 2017 (il "**Regolamento Mercati**"), attuativi delle deleghe regolamentari ora soppresse dall'art. 8 della Legge Capitali.

Tali interventi di coordinamento hanno natura puramente attuativa di adeguamento alla mutata base normativa primaria e non alterano, ad avviso dello scrivente Studio, l'assetto sostanziale degli obblighi di tutela degli investitori, in quanto le disposizioni abrogate risultano assorbite dalla disciplina europea di armonizzazione massima e dalle ordinarie facoltà di *enforcement* della Commissione.

Si ritiene opportuno segnalare, per completezza, che le modifiche al Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 (il "**Regolamento Parti Correlate**"), conseguenti all'eliminazione degli emittenti diffusi dal perimetro della delega regolamentare di cui all'art. 2391-*bis* c.c., appaiono anch'esse coerenti con la riforma e dovranno essere accompagnate dall'aggiornamento dei riferimenti al Regolamento delegato (UE) 2019/980 in sostituzione del Regolamento n. 809/2004/CE, ormai abrogato.

### **4. Altri interventi di semplificazione in materia di offerte al pubblico**

#### Regime linguistico

L'estensione del regime linguistico di cui all'art. 12 del Regolamento Emittenti (italiano o inglese), mediante l'introduzione di un nuovo comma 3-*bis*, ai documenti di esenzione di cui all'art. 1, par. 4, lettere d-*bis*), d-*ter*), g), h), i) e par. 5, lettere b-*bis*), e), f), g), h) del Regolamento (UE) 2017/1129 (il "**Regolamento Prospetto**"), rappresenta una proposta, a nostro avviso, necessaria per garantire uniformità e coerenza nonché in linea con l'orientamento, già espresso in sede di consultazione nel

febbraio 2022, volto a favorire l'allineamento con le *best practice* di mercato e la comparabilità delle informazioni <sup>(1)</sup>.

#### Deposito post-approvazione ed ESAP

Si ravvisa inoltre la condivisibilità della proposta di eliminazione dell'obbligo di deposito *post-approvazione* presso la Commissione per i prospetti e i supplementi relativi a titoli *equity* e *non-equity*, mantenendo detto obbligo unicamente per i prospetti degli OICR di tipo chiuso, che continuano ad essere depositati sul sistema DEPROF ai fini dell'adempimento degli obblighi di notifica all'ESMA. La modifica si allinea al quadro europeo, che non prevede tale obbligo, ed è coerente con le prassi seguite dalle altre autorità nazionali competenti. La previsione di un termine di entrata in vigore coincidente con l'avvio dei flussi informativi del Regolamento Prospetto verso lo *European Single Access Point* ("**ESAP**") — fissato al 10 luglio 2026 — appare infine tecnicamente opportuna e funzionale.

#### Obblighi informativi post-offerta e modulo di adesione

Viene, altresì, condivisa positivamente la proposta di abrogazione dell'art. 13, comma 3, del Regolamento Emittenti in materia di obblighi informativi *post-offerta* a carico del responsabile del collocamento, in considerazione dell'evoluzione della normativa MiFID, degli sviluppi tecnologici e del consolidamento di nuove modalità di accesso al mercato — come la distribuzione diretta — che rendono il mantenimento dell'obbligo privo di giustificazione sistematica. Si osserva che la Commissione conserva, in ogni caso, le facoltà informative previste dall'art. 32 del Regolamento Prospetto nonché dagli artt. 97, comma 1 e 113, comma 2, lett. f), del TUF, il che esclude qualsivoglia lacuna di vigilanza.

Analogamente, si aderisce, altresì, alla proposta di eliminazione dell'obbligo di sottoscrizione dell'apposito modulo ai fini dell'adesione all'offerta, demandando al prospetto l'indicazione delle concrete modalità di adesione. Tale proposta non incide sugli obblighi informativi minimi che devono essere garantiti all'aderente all'atto dell'adesione, né pregiudica la possibilità di continuare ad avvalersi del modulo in formato cartaceo o digitale ove tale modalità sia prescelta dall'offerente. Le modalità di adesione rimarranno, in ogni caso, soggette al vaglio dell'Autorità in sede di esame del prospetto.

#### Razionalizzazioni procedurali: ammissione alle negoziazioni, offerta contestuale e termini dell'IPO

Si condivide la proposta di trasporre nel nuovo art. 52, comma 1-*bis*, del Regolamento Emittenti la disposizione attualmente contenuta nell'art. 63, comma 1, del medesimo regolamento, e di procedere all'abrogazione dell'intero Capo IV, con l'obiettivo di razionalizzare la disciplina dell'ammissione alle negoziazioni preceduta da offerta al pubblico, in coerenza con i modelli di domanda già pubblicati sul sito della Commissione. Parimenti, si condivide l'abrogazione del comma 4 dell'art. 63 del Regolamento Emittenti, recante il termine di sei giorni lavorativi per la pubblicazione del prospetto in caso di *Initial Public Offering* ("**IPO**") in quanto sostituito dal termine di tre giorni lavorativi previsto dall'art. 21, par. 1, co. 2, del Regolamento Prospetto come modificato dal Listing Act.

---

<sup>(1)</sup> Si fa riferimento alle osservazioni al documento di consultazione del 23 dicembre 2021 intitolato "Modifiche al regolamento emittenti in materia di prospetti" sottoposte dallo scrivente Studio all'attenzione della Commissione in data 6 febbraio 2022.

### Proposte e osservazioni integrative

Ferma la condivisione delle semplificazioni proposte in materia di offerte al pubblico, si ritiene opportuno segnalare l'esigenza di procedere a ulteriori interventi di razionalizzazione delle istruttorie di approvazione, con particolare riguardo ai Prospetti di Follow-On e ai Prospetti EU Growth, per i quali il Regolamento Prospetto prevede già regimi di *disclosure* semplificata (artt. 14-*bis* e 15-*bis*).

In linea con l'orientamento già espresso, si auspica, in via prioritaria, l'ulteriore rafforzamento dell'istituto del *pre-filing* mediante l'esplicita previsione di un cronoprogramma condiviso e vincolante delle principali fasi del procedimento. Tale strumento consentirebbe agli emittenti di concordare con la Commissione una tempistica certa per il rilascio dell'approvazione, pianificare con maggiore prevedibilità la propria finestra di mercato e ottimizzare le condizioni dell'offerta; al contempo, un siffatto meccanismo favorirebbe l'attrazione di nuovi potenziali emittenti, in virtù di un processo istruttorio più efficiente e trasparente.

In secondo luogo, si propone l'introduzione di una procedura accelerata (*fast-track*) per l'approvazione dei prospetti *equity* semplificati — segnatamente i Prospetti di Follow-On e i Prospetti EU Growth — in linea con quanto già previsto per i prospetti non-*equity*. Tale procedura potrebbe realizzarsi mediante delega del potere approvativo al responsabile della divisione competente, nel rispetto del principio del *four-eyes*, riservando il coinvolgimento della Commissione riunita alle IPO e ai prospetti relativi a prodotti nuovi o complessi.

Tale impostazione è suffragata dalle raccomandazioni del Peer Review di ESMA del 2022, secondo cui il *board* delle autorità nazionali competenti dovrebbe essere coinvolto in relazione a transazioni ad alto profilo e ad alto rischio, mentre la competenza relativa all'approvazione di prospetti *low risk* dovrebbe essere delegata a livelli gestionali più operativi, al fine di evitare che l'approvazione collegiale introduca ritardi non necessari. Sotto tale profilo, si segnala altresì che le autorità nazionali competenti che approvano un elevato numero di prospetti tendono a delegare la responsabilità o ad assegnarla al singolo *reader* o a un responsabile, in ragione dell'esigenza di un processo approvativo più efficiente <sup>(2)</sup>.

Inoltre, si sottolinea come l'integrazione di soluzioni di intelligenza artificiale e di nuove tecnologie digitali e informatiche faciliterebbe la classificazione e il recupero dei precedenti, il controllo qualità e l'omogeneità redazionale, rendendo tali strumenti più efficaci nel garantire coerenza e prevedibilità della funzione di scrutinio e riducendo il rischio di disparità di trattamento tra emittenti. Tali soluzioni consentirebbero, in aggiunta, di accrescere l'efficienza dei procedimenti, riducendo la durata complessiva delle interlocuzioni fra i vari uffici coinvolti e, di conseguenza, accelerando il procedimento nel suo complesso.

A riguardo, soprattutto con riferimento ai prospetti e alle operazioni cosiddette a basso rischio, si ritiene opportuno accelerare la fase di approvazione formale del documento una volta conclusa la fase di commenti, fatte salve circostanze eccezionali

---

<sup>(2)</sup> Si veda il Peer Review Report di ESMA "Peer review of the scrutiny and approval procedures of prospectuses by competent authorities", 21 luglio 2022 (ESMA42-111-7170). Tale report suggerisce alle Autorità di Vigilanza il rafforzamento degli strumenti di coordinamento interno mediante l'istituzione e l'alimentazione di un database di commenti standard, decisioni rilevanti e verbali delle riunioni dei gruppi di lavoro dedicati (cd. "prospectus group meeting"), dotato di funzionalità di ricerca avanzate, nonché l'adozione sistematica della revisione dei commenti da parte di un second reader, in conformità alle best practice ESMA.

ed intervenute esigenze di approfondimenti da parte della Commissione nel corso delle singole istruttorie. ESMA sottolinea infatti che le richieste di documentazione aggiuntiva in sede di istruttoria devono essere strettamente limitate a quanto necessario ai fini delle verifiche di completezza, coerenza e comprensibilità del prospetto ai sensi degli artt. 42(2) e 44 del Regolamento Delegato (UE) 2019/980, evitando oneri documentali privi di pertinenza rispetto alle finalità dello scrutinio prospettico <sup>(3)</sup>.

## **5. Osservazioni conclusive**

Le proposte contenute nel Documento di Consultazione appaiono, nel loro complesso, pienamente condivisibili, in quanto coerenti con la disciplina europea del Listing Act, con gli orientamenti dell'ESMA e, in generale, con l'obiettivo di sviluppare un mercato dei capitali dell'Unione più efficiente, proporzionato e armonizzato.

Si raccomanda all'Autorità di cogliere l'occasione della presente consultazione per analizzare e adottare, ove ritenuto opportuno, congiuntamente alle modifiche proposte, le ulteriori misure di efficientamento procedurale sopra descritte.

Tali misure risulterebbero infatti coerenti con le raccomandazioni e gli orientamenti dell'ESMA e, ove adottate, potrebbero contribuire ad allineare il mercato italiano con le *best practice* degli altri principali mercati europei.

\*\*\*

Con osservanza,  
ADVANT Nctm

---

<sup>(3)</sup> Si veda il Peer Review Report di ESMA "*Peer review of the scrutiny and approval procedures of prospectuses by competent authorities*", 21 luglio 2022 (ESMA42-111-7170).