

(Strettamente riservato e confidenziale)

Roma, 7 aprile 2026

Spett.le

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa – CONSOB

Divisione Studi e Regolamentazione

Via G.B. Martini, n. 3

00198 – Roma (RM)

Trasmessa tramite SIPE – Sistema integrato Per l'Esterno.

Oggetto: Consultazione pubblica in merito alle proposte di modifica dei Regolamenti in materia di Emittenti, Mercati e Operazioni con parti correlate.

Lo scrivente **GIM Legal STA S.r.l.** (di seguito, lo "**Studio**"), nell'accogliere con favore la possibilità di partecipare alla consultazione pubblica in oggetto, fornisce di seguito alcune osservazioni e commenti in merito al documento proposto in consultazione da codesta autorevole Autorità (di seguito, il "**Documento**") concernente le proposte di modifica ai Regolamenti in materia di Emittenti, Mercati e Operazioni con parti correlate.

a) Premesse introduttive

Come già anticipato il Documento oggetto di consultazione propone modifiche a tre corpi regolamentari, in particolare, Regolamento Emittenti, Regolamento Mercati e Regolamento Operazioni con Parti Correlate. Tali modifiche sono espressione diretta di codesta Autorità al fine di dare attuazione a due distinte fonti normative e allinearsi alla normativa vigente:

- Pacchetto normativo c.d. Listing Act comprendente il Regolamento (UE) 2024/2809 che modifica il Regolamento (UE) 2017/1129 (Regolamento Prospetto) ed il Regolamento (UE) 596/2014 (Regolamento MAR); Direttiva (UE) 2811/2024 che modifica la direttiva 2014/65/UE ("MiFID II") e che abroga la direttiva 2001/34/CE ("Direttiva Quotazioni"); e infine la Direttiva (UE) 2810/2024 sulle azioni a voto plurimo (la "Direttiva Azioni a Voto Plurimo").
- Legge 5 marzo 2024, n. 21 (Legge Capitali), che ha modificato il TUF abrogando la disciplina degli emittenti diffusi, il potere Consob ex art. 112 TUF sul ripristino del flottante, le condizioni di quotazione ex art. 66-bis TUF e l'*internal dealing* degli azionisti rilevanti ex art. 114, comma, 7 TUF.
- Interventi di semplificazione in materie di offerte al pubblico di titoli

La presente iniziativa da parte del Regulator nazionale si intrinseca nel più ampio progetto europeo di creazione della Capital Markets Union per consentire alle imprese europee con particolare riguardo a PMI e imprese di media dimensione di facilitare l'accesso al mercato dei capitali al fine di avere un'alternativa al finanziamento di matrice bancaria, facilitandone di conseguenza l'aggregazione e l'espansione.

b) Scelta dell'opzione regolamentare alla modifica della soglia di rilevanza delle operazioni di *internal dealing*

L'art. 19 del Regolamento (UE) 596/2014 – Regolamento MAR, così come modificato dal c.d. Listing Act attribuisce alle Autorità competenti la facoltà di modificare la soglia di notifica per le operazioni aventi oggetto strumenti emessi da un Emittente quotato da parte di persone che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo (manager e persone a loro strettamente collegate) c.d. *internal dealing* attraverso la previsione di tre diverse soglie, nella misura di euro 10.000/20.000/50.000.

A parere dello scrivente Studio, l'opzione preferibile da adottare è da rinvenire nell'opzione n. 1 ovvero quella della soglia di euro 50.000, prevedendo così un innalzamento dalla soglia attuale (euro 20.000). Tale opzione costituisce la scelta ottimale sia sotto il profilo regolamentare che sotto il profilo operativo, in questo

modo viene applicato in modo ancor più determinante il principio di proporzionalità.

Tutto ciò viene confermato anche dai dati che ci vengono rappresentati da codesta autorevole Autorità attraverso le simulazioni quantitative, le quali dimostrano che l'aumento della soglia ha effetti minimi sulla trasparenza nei confronti degli investitori, il cui valore marginale è rappresentato dal 0,09% del controvalore totale, mentre il beneficio in termini di riduzione dei costi di compliance e di amministrazione è rilevante. È opportuno ricordare che tali costi rappresentano un limite per gli emittenti, specie per le PMI quotate le quali risultano essere prevalenti sul mercato italiano.

Inoltre, questo dato e tale previsione regolamentare è particolarmente apprezzabile in ottica della creazione della *Capital Market Union*, prevedere l'aumento della soglia da parte di Consob determinerebbe una convergenza con altri Paesi che hanno una struttura di mercato comune alla nostra come Germania e Francia. Questi ultimi, insieme a Danimarca, hanno già adottato la soglia di euro 50.000 per il c.d. *internal dealing*. Inoltre, l'aumento di tale soglia non impedisce e non limita i poteri di Consob di *market surveillance* e di richiesta informativa consentendo comunque un presidio effettivo anche sulle operazioni sottosoglia. Infine, incrementando la soglia si avrà come diretta conseguenza una concentrazione di segnalazioni avendo ad oggetto solo quelle operazioni economicamente rilevanti, riducendo di fatto le attività di tipo informativo non rilevante e migliorando così le segnalazioni stesse che le Autorità di vigilanza andrà ad analizzare con conseguenti benefici per investitori ed il mercato in generale.

c) Modifiche di coordinamento derivante dalla Legge capitali e altri interventi di semplificazione e razionalizzazione

La Legge Capitali (L. 5 marzo 2024 n. 21) ha previsto l'abrogazione di diverse disposizioni previste nel D.lgs. 58/1998 (TUF), questo ha comportato una deregolamentazione sul perimetro di vigilanza della Consob e ne ha modificato alcuni meccanismi.

Le modifiche di cui al par. 2.2 del Documento in consultazione presentano natura prevalentemente dichiarativa, di allineamento formale e di mero

coordinamento, esse eliminano disposizioni regolamentari divenute prive di base giuridica a seguito delle abrogazioni apportate dalla Legge Capitali. Non si tratta, pertanto, di una scelta discrezionale da parte di codesta Autorità, bensì di un adempimento giuridicamente necessario.

Tuttavia, la soppressione dell'art. 2-bis del Regolamento Emittenti (definizione di emittenti diffusi) e la contestuale eliminazione della disciplina OPC per tali soggetti (art. 2 Regolamento Operazioni con parti correlate) produce un effetto di riduzione dell'ambito soggettivo della normativa sulle parti correlate, che per effetto della Legge Capitali viene ora limitata alle sole società con azioni quotate su mercati regolamentati. Ciò determina una potenziale lacuna di tutela per gli investitori in società con ampia diffusione azionaria ma non quotate.

La modifica alla definizione di emittenti ai fini dei limiti al cumulo degli incarichi degli organi di controllo (art. 148-bis TUF) è coerente con la riforma. La circoscrizione alle sole società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o dell'UE è conseguenza diretta della decadenza della categoria degli emittenti diffusi come soggetti vigilati.

d) Altri interventi di semplificazione

Lo scrivente Studio accoglie con favore le ulteriori proposte di modifica del Regolamento Emittenti volte a semplificare la disciplina in materia di prospetti che è in linea con la normativa europea e con le prassi di vigilanza delle Autorità europee, al fine di ridurre oneri ma mantenendo pur sempre un adeguato sistema di protezione per gli investitori:

i. Art. 9 comma 1 – deposito del prospetto e del supplemento a seguito di approvazione

La presente modifica elimina l'obbligo di deposito presso Consob dei prospetti e supplementi di titoli equity e non equity successivamente alla loro approvazione, mantenendo tale obbligo esclusivamente per i prospetti degli OICR di tipo chiuso. Questa previsione a parere di chi scrive è in linea con quanto previsto dal Regolamento Prospetto (Reg. UE 2017/1129) il quale non contempla alcun obbligo di deposito post-approvazione presso l'NCA. La previsione originaria del Regolamento Emittenti era frutto di una scelta

nazionale discrezionale, giustificata dalla necessità di completare il prospetto con la data di approvazione ai fini della trasmissione all'ESMA. Con il nuovo sistema informatico (operativo dal 10.07.2026) tale esigenza tecnica viene superata per questo tale abrogazione appare pertanto giuridicamente corretta e proporzionata.

Tuttavia, si segnala che il presente documento in consultazione non chiarisce in modo chiaro il regime applicabile ai prospetti già presentati in istruttoria alla data del 10 luglio 2026. Si raccomanda di inserire una disposizione transitoria che estenda il regime previgente ai procedimenti di approvazione avviati prima del 10 luglio 2026. Inoltre, il mantenimento dell'obbligo di deposito per i soli OICR chiusi crea un regime differenziato che potrebbe generare disallineamenti operativi qualora emittenti ibridi (società di investimento chiuse strutturate come S.p.A. quotate) debbano determinare il regime applicabile.

ii. Art. 13, comma 3 – obblighi informativi post offerta

La presente modifica abroga l'obbligo del responsabile del collocamento di trasmettere a Consob, entro due mesi dalla chiusura dell'offerta: (i) le verifiche sulla regolarità del collocamento e dell'eventuale riparto; (ii) i dati sul numero delle accettazioni e dei soggetti richiedenti per collocatore, tale norma recepisce prassi operative ormai superate.

La motivazione esplicitata da codesta Autorità, a parere di chi scrive è tecnicamente solida su due fronti: i) Incompatibilità strutturale con il *direct listing*: nella distribuzione diretta tramite piattaforma telematica del mercato, il responsabile del collocamento potrebbe non avere accesso ai dati degli intermediari non facenti parte del consorzio, rendendo l'adempimento oggettivamente impossibile; ii) evoluzione del framework MiFID II: la normativa in materia di condotta (art. 23 TUF e Regolamento Delegato (UE) 565/2017) impone agli intermediari obblighi di controllo interno e reporting che suppliscono alla funzione informativa dell'art. 13, comma 3 del Regolamento Emittenti.

Tuttavia, l'abrogazione secca senza sostituzione presenta un rischio di asimmetria informativa. In questo caso Consob perderebbe un flusso informativo sistematico sull'esito del collocamento, a meno di esercitare i

poteri di richiesta ex artt. 97 e 113 TUF e art. 32 Regolamento Prospetto caso per caso. Per questo è auspicabile di valutare se sia preferibile una modifica mirata (in luogo dell'abrogazione totale) che adatti l'obbligo informativo al contesto del *direct listing*, ad esempio circoscrivendolo ai soli collocamenti tramite consorzio tradizionale.

iii. Art. 34 quinquies, comma 2 – modulo di adesione

Il documento posto in consultazione propone di eliminare il requisito formale della sottoscrizione del “modulo di adesione” come condizione necessaria per il perfezionamento dell'adesione all'offerta, mantenendo tuttavia l'obbligo di fornire all'aderente (all'atto dell'adesione) le informazioni minime presenti all'interno del prospetto quali: i) elementi identificativi dell'operazione; ii) avvertenza che l'investitore può ricevere gratuitamente il prospetto in formato elettronico; iii) il richiamo ai fattori di rischio; iv) diritto di revoca in caso di supplemento.

Tale intervento a parere di chi scrive, per le ragioni indicate dalla presente Autorità appare auspicabile e pienamente condivisibile, in ordine a due profili:

Il primo, dal punto di vista regolamentare, permette un pieno allineamento al Regolamento Delegato (UE) 980/2019 il quale non impone alcun requisito per l'adesione all'offerta. In aggiunta si crea una coerenza sistematica con l'art. 23 del D.lgs. 58/1998 (TUF) che impone il requisito della forma scritta solo per il contratto quadro.

In secondo luogo, dal punto di vista operativo, in ottica di agevolare l'accesso al mercato dei capitali questa modifica semplifica e rimuove una barriera per gli emittenti esteri.

Lo scrivente Studio si trova in completo accordo con la presente proposta di modifica, la soluzione proposta è equilibrata: le informazioni sostanziali vengono integralmente mantenute (fattori di rischio, diritto di revoca, prospetto elettronico), mutando solo il vettore (da modulo obbligatorio a qualsiasi modalità indicata nel prospetto, incluse quelle digitali). Le modalità di adesione resteranno soggette al vaglio Consob in sede di esame del prospetto. Si ritiene comunque opportuno che la norma specificasse esplicitamente che le modalità di adesione diverse dal modulo cartaceo

devono garantire la tracciabilità dell'operazione e la prova dell'avvenuta disclosure informativa, anche ai fini dell'esercizio del diritto di revoca in caso di supplemento.

Si resta a disposizione per fornire ogni chiarimento necessario in merito alle osservazioni formulate.

Con osservanza

GIM Legal STA S.r.l.