24 novembre 2026

MODIFICHE AI REGOLAMENTI CONSOB EMITTENTI, MERCATI E INTERMEDIARI

1. *PREMESSA*

In data 16 novembre 2026 è stata pubblicata nella Gazzetta Ufficiale la delibera Consob n. 24195 del 4 novembre 2026 (la "**Delibera**"), con la quale l'Autorità ha modificato il regolamento adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 (il "**Regolamento Emittenti**"), il regolamento adottato con delibera n. 20249 del 28 dicembre 2017 (il "**Regolamento Mercati**") e il regolamento adottato con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018 (il "**Regolamento Intermediari**"), al fine di adeguare la disciplina regolamentare alle novità introdotte dal pacchetto normativo europeo del *Listing Act* e di coordinarla con le disposizioni del D.Lgs. n. 58/1998 (il "**TUF**"), come modificate dai D.Lgs. n. 47/2026 e n. 86/2026. Gli interventi riguardano le offerte pubbliche di acquisto e di scambio, le esenzioni dall'obbligo di prospetto e la relativa informativa societaria, le condizioni di ammissione alle negoziazioni e i mercati di crescita per le PMI, nonché la ricerca finanziaria. Le modifiche entreranno in vigore il 1° dicembre 2026, ossia il quindicesimo giorno successivo alla pubblicazione della Delibera nella Gazzetta Ufficiale.

2. *OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO E DI SCAMBIO*

Ambito di applicazione della disciplina OPA e informativa sui titoli offerti in scambio

Con riferimento alla disciplina delle OPA e delle OPAS, viene mantenuta la soglia di 8 milioni di euro, confermando all'art. 35-*bis*, comma 1, del Regolamento Emittenti l'applicazione della relativa disciplina alle offerte di corrispettivo totale superiore a tale importo e rivolte a più di 150 destinatari, ferme le disposizioni speciali e le esenzioni richiamate dalla norma. La scelta di mantenere tale soglia, distinta da quella di esenzione dal prospetto illustrata nella successiva sezione sul prospetto, risponde all'esigenza di preservare i presidi di trasparenza e la vigilanza Consob anche sulle operazioni di minore controvalore, soprattutto quando riguardino emittenti con azioni negoziate su Euronext Growth Milan.

Il disallineamento rispetto alla soglia di esenzione dal prospetto di 12 milioni di euro si accompagna al rafforzamento dell'informativa sui titoli offerti in scambio, volto in particolare a colmare il *deficit* informativo che può determinarsi quando siano offerti titoli di nuova emissione esenti dall'obbligo di prospetto. A tal fine, l'Allegato 2A, Parte prima, sezioni I e II, del Regolamento Emittenti è stato modificato prevedendo che il documento di offerta relativo alle offerte pubbliche di scambio e alle offerte pubbliche di acquisto e scambio contenga le informazioni sui titoli o prodotti finanziari offerti in corrispettivo individuate dall'art. 7, paragrafi da 4 a 10 e 12, del Regolamento (UE) 2017/1129 (il "**Regolamento Prospetto**"), secondo i contenuti della nota di sintesi.

Determinazione del prezzo dell'OPA

Il D.Lgs. n. 47/2026 ha modificato l'art. 106, comma 2, del TUF, riducendo da dodici a sei mesi anteriori alla comunicazione dell'offerta ai sensi dell'art. 102, comma 1, del TUF il periodo di riferimento per la determinazione del prezzo minimo dell'OPA obbligatoria, individuato nel prezzo più elevato pagato dall'offerente o dalle persone

che agiscono di concerto con il medesimo per acquisti di titoli della stessa categoria. La riduzione da dodici a sei mesi riguarda altresì il periodo di riferimento per il calcolo del prezzo medio ponderato di mercato, applicabile, ai sensi del medesimo art. 106, comma 2, del TUF, qualora non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria nel periodo considerato.

In coerenza con la riduzione del periodo di riferimento prevista dall'art. 106, comma 2, del TUF, vengono inoltre adeguati gli artt. 47-*ter*, comma 2, lettera a), e 47-*quater*, comma 3, lettera a), del Regolamento Emittenti, relativi alla rettifica in diminuzione del prezzo in presenza, rispettivamente, di eventi eccezionali o di condotte manipolative. Il periodo nel quale individuare il prezzo più elevato pagato dall'offerente o dai soggetti che agiscono di concerto, non influenzato dall'evento o dalla condotta, è così ridotto da dodici a sei mesi. A tale riduzione viene adeguata anche l'informativa sul corrispettivo prevista dall'Allegato 2A, Parte seconda, Schema 1, punto e.1, del Regolamento Emittenti.

Consolidamento della partecipazione

Con riferimento all'OPA da consolidamento, viene modificato l'art. 46 del Regolamento Emittenti per allineare al nuovo quadro legislativo l'incremento rilevante ai fini dell'obbligo di offerta previsto dall'art. 106, comma 3, lettera b), del TUF, elevandolo dal 5% al 10% e mantenendo invariato il periodo di osservazione di dodici mesi. Nell'ambito di tale fattispecie, l'obbligo di offerta consegue, per i soggetti che già detengono la partecipazione indicata dall'art. 106, comma 1, del TUF, senza disporre della maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria, alla maggiorazione dei diritti di voto ovvero all'acquisto, anche indiretto, di più del 10% del numero complessivo dei diritti di voto ovvero del capitale rappresentato da titoli che attribuiscono il voto sugli argomenti indicati dall'art. 105 del TUF, nell'arco di dodici mesi.

Esenzione per gli aumenti di capitale mediante conferimenti in natura

Ulteriori modifiche riguardano l'art. 49, comma 1, lettera g), del Regolamento Emittenti, che, in attuazione dell'art. 106, comma 5, del TUF, estende agli aumenti di capitale mediante conferimento di beni in natura l'esenzione dall'obbligo di OPA già prevista per le operazioni di fusione e scissione, assoggettandola al medesimo meccanismo assembleare di *whitewash*.

L'operazione deve pertanto essere approvata dall'assemblea della società i cui titoli sarebbero oggetto dell'offerta senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti, escludendo dal computo il socio che acquista la partecipazione superiore alla soglia rilevante e il socio o i soci che detengono, anche di concerto, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al 10%. Restano in ogni caso ferme le disposizioni degli artt. 2368, 2369 e 2373 del codice civile, sicché il ricorso all'esenzione richiede di considerare, accanto ai presupposti dell'operazione, la composizione del voto assembleare rilevante ai fini del *whitewash*.

Documentazione d'offerta e regime linguistico

La Delibera introduce inoltre alcune modifiche agli artt. 37-*ter* e 38 del Regolamento Emittenti, prevedendo che la trasmissione della documentazione d'offerta avvenga in formato elettronico, mentre gli interventi sugli artt. 38-*bis* e 38-*ter* del Regolamento Emittenti ampliano le possibilità di utilizzo di una lingua comunemente impiegata nel mondo della finanza internazionale per il riconoscimento in Italia dei documenti approvati da autorità di Stati UE ed extra-UE. Tale possibilità viene estesa ai documenti tradotti in una di queste lingue, ferma la necessità di una nota contenente la traduzione in italiano delle parti del documento relative agli elementi essenziali dell'offerta individuati dall'art. 6, paragrafo 3, della direttiva 2004/25/CE, in quanto applicabili, nonché delle avvertenze e/o dei fattori di rischio dell'operazione, e dell'apposita dichiarazione di responsabilità per le traduzioni.

Corrispettivo e procedure dell'obbligo e del diritto di acquisto

Con riferimento alle ipotesi di obbligo di acquisto disciplinate dall'art. 108, comma 5, del TUF, la Delibera adegua l'art. 50-*ter*, comma 1, del Regolamento Emittenti all'art. 108, comma 5, del TUF, come modificato dall'art. 5, comma 1, lettera h), del D.Lgs. n. 47/2026. Il secondo periodo dell'art. 108, comma 5, del TUF limita infatti la facoltà del possessore dei titoli di esigere un corrispettivo integralmente in denaro ai casi in cui nella precedente offerta siano offerti in scambio strumenti finanziari diversi da titoli ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato dell'Unione europea. In coerenza con tale limitazione, viene inserito nell'art. 50-*ter*, comma 1, del Regolamento Emittenti un espresso richiamo all'art. 108, comma 5, secondo periodo, del TUF e viene modificato il criterio di conversione del corrispettivo previsto dalla lettera a), sostituendo il riferimento alla media ponderata dei prezzi ufficiali dei cinque giorni precedenti la data di pagamento della precedente offerta con quello alla valutazione dei titoli offerti in scambio indicata dall'offerente nella medesima offerta, nei casi in cui il corrispettivo sia pari a quello della precedente offerta ai sensi dell'art. 108, comma 3, del TUF o dell'art. 50-*bis*, comma 2, del Regolamento Emittenti.

Sempre con riguardo al corrispettivo costituito in tutto o in parte da titoli, viene precisato il criterio utilizzato per determinare la proporzione tra titoli e denaro nei casi in cui il corrispettivo sia stabilito da Consob ai sensi dell'art. 50, comma 5, del Regolamento Emittenti. A seguito della modifica all'art. 50-*bis*, comma 3, del Regolamento Emittenti, il ricorso alla valutazione indicata dall'offerente nella precedente offerta è riferito ai titoli non ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato dell'Unione europea, in sostituzione del precedente richiamo ai titoli non quotati. Resta invece fermo, per i titoli ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato dell'Unione europea, il criterio basato sulla media dei prezzi ufficiali giornalieri, ponderati per i quantitativi negoziati, rilevati nel mese precedente la determinazione del corrispettivo da parte di Consob.

Il D.Lgs. n. 47/2026 ha inoltre modificato l'art. 111, comma 1, del TUF, riducendo dal 95% al 90% la soglia di partecipazione richiesta per l'esercizio del diritto di acquisto ed estendendo tale diritto anche all'ipotesi in cui la suddetta soglia sia raggiunta a seguito degli acquisti effettuati ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF, ferma la necessità che l'offerente abbia dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersene. In coerenza con tali modifiche, la Delibera interviene sull'art. 50-*quinquies*, comma 1, del Regolamento Emittenti con il richiamo all'obbligo previsto dall'art. 108, comma 2, del TUF, nell'ambito della procedura concordata con Consob e il gestore del mercato. Viene inoltre riformulato l'art. 50-*quinquies*, comma 5, lettera c), del Regolamento Emittenti, prevedendo che il comunicato diffuso successivamente all'adempimento dell'obbligo di acquisto di cui all'art. 108, comma 2, del TUF indichi le modalità di espletamento dell'eventuale diritto di acquisto ai sensi dell'art. 111, comma 1, del TUF.

Ulteriori interventi di coordinamento

Completano l'intervento le modifiche all'art. 35 del Regolamento Emittenti, con la sostituzione della definizione di "soggetti interessati" mediante un rinvio alle "parti interessate" individuate dall'art. 101-*bis*, comma 4-*quater*, del TUF, cui vengono conseguentemente allineati gli obblighi di trasparenza e correttezza previsti dagli artt. 41 e 42 del Regolamento Emittenti. Nella medesima prospettiva di coordinamento, gli artt. 44-*bis*, 44-*bis*.1, 44-*ter*, 45 e 49 del Regolamento Emittenti vengono aggiornati eliminando i riferimenti alle soglie già previste dall'art. 106, commi 1-*bis* e 1-*ter*, del TUF. Tali modifiche si pongono in linea con l'abrogazione, ad opera del D.Lgs. n. 47/2026, delle soglie "speciali" previste dai suddetti commi, con conseguente applicazione della soglia ordinaria ed unica del 30% ai fini dell'OPA obbligatoria totalitaria.

3. PROSPETTO E INFORMATIVA SULLE OFFERTE AL PUBBLICO

La Delibera interviene altresì sull'art. 34-*ter* del Regolamento Emittenti, il cui comma 01 viene adeguato alla

soglia di esenzione dall'obbligo di prospetto già applicabile alle offerte al pubblico di titoli in forza della disciplina europea. A tal fine, il precedente riferimento alle offerte di corrispettivo compreso tra 1 e 8 milioni di euro è sostituito da quello alle offerte di corrispettivo inferiore a 12 milioni di euro, con espresso richiamo alle condizioni previste dall'art. 3, paragrafo 2, del Regolamento Prospetto. Per assicurare l'allineamento con tale soglia, viene altresì innalzato da 8 a 12 milioni di euro il limite di esenzione previsto dall'art. 34-*ter*, comma 1, lettera c), del Regolamento Emittenti per le offerte di prodotti finanziari diversi dai titoli.

Come precisato nella Relazione Illustrativa degli esiti della consultazione delle conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori (la "**Relazione Illustrativa**"), Consob non ha esercitato la facoltà prevista dall'art. 95, comma 1, del TUF di imporre un documento informativo generalizzato per le offerte di titoli di controvalore compreso tra 8 e 12 milioni di euro esenti dall'obbligo di prospetto. Resta invece ferma l'informativa societaria richiesta agli emittenti quotati in occasione delle operazioni di rafforzamento patrimoniale, il cui ambito viene allineato alla nuova soglia di esenzione.

A tal fine, l'art. 72, comma 1-*bis*, e l'Allegato 3A del Regolamento Emittenti vengono modificati innalzando da 8 a 12 milioni di euro il limite relativo alle emissioni a pagamento di titoli di capitale mediante offerta al pubblico in esenzione dal prospetto. Per tali operazioni, la relazione illustrativa dell'organo amministrativo deve quindi continuare a fornire le informazioni sul capitale circolante netto, sul fabbisogno finanziario netto dei dodici mesi successivi all'avvio dell'offerta, sulle modalità di copertura e sulla destinazione degli ulteriori proventi. Qualora l'operazione sia deliberata da un organo diverso dall'assemblea, le medesime informazioni devono essere riportate anche nel comunicato *price sensitive* diffuso a seguito della delibera. Viene inoltre abrogato l'art. 2, comma 7, del Regolamento Emittenti, che richiamava l'art. 100-*bis*, commi 1 e 2, del TUF per determinate offerte di vendita effettuate da internalizzatori sistematici.

4. AMMISSIONE ALLE NEGOZIAZIONI E MERCATI DI CRESCITA PER LE PMI

Flottante e criteri di sufficiente diffusione

In attuazione dell'art. 66.1 del TUF, ora richiamato anche tra le fonti normative nell'art. 1 del Regolamento Mercati, il nuovo art. 18-*bis* del Regolamento Mercati prevede che i regolamenti dei mercati regolamentati richiedano, al momento dell'ammissione alle negoziazioni, un flottante pari ad almeno il 10% del capitale sottoscritto rappresentato dalla categoria di azioni oggetto della domanda. Quando l'ammissione riguarda azioni fungibili con azioni già negoziate, la verifica della sufficiente diffusione deve essere effettuata considerando la totalità delle azioni emesse, anziché le sole azioni oggetto della nuova ammissione.

L'art. 18-*bis*, comma 3, del Regolamento Mercati consente tuttavia ai gestori di prevedere nei propri regolamenti, specificandone le condizioni, criteri alternativi al requisito percentuale, basati sul numero di azioni detenute dal pubblico, sul numero degli azionisti oppure sul valore di mercato delle azioni diffuse presso il pubblico rispetto al capitale sottoscritto della categoria interessata. La Relazione Illustrativa chiarisce che questa flessibilità non preclude il mantenimento di requisiti più elevati per specifici segmenti di mercato e che l'impiego dei criteri alternativi deve evitare comportamenti opportunistici connessi alla prossimità delle soglie rilevanti per l'obbligo e il diritto di acquisto.

Il coordinamento con il nuovo quadro delle condizioni di ammissione interessa anche l'art. 2, comma 1, lettera a-*bis*), del Regolamento Emittenti, che ridefinisce la nozione di "borsa" facendo riferimento ai mercati regolamentati, o ai relativi comparti o segmenti, nei quali è chiesta l'ammissione a quotazione ai sensi dell'art. 66, comma 1, del TUF, in sostituzione del precedente rinvio alle condizioni della direttiva 2001/34/CE.

Registrazione dei segmenti come mercati di crescita per le PMI

Le modifiche all'art. 45, comma 1, del Regolamento Mercati adeguano gli obblighi informativi verso Consob alla possibilità di registrare come mercato di crescita per le PMI anche un singolo segmento di un sistema multilaterale di negoziazione. In tal caso, l'istanza deve contenere le informazioni sulle misure adottate per rispettare le condizioni previste dall'art. 69, comma 2-*bis*, lettere a), b) e c), del TUF, relative alla chiara separazione del segmento dagli altri segmenti del mercato, alla distinzione delle operazioni effettuate sul segmento e alla disponibilità di un elenco completo degli strumenti negoziati e delle ulteriori informazioni richieste da Consob sul suo funzionamento.

5. RICERCA FINANZIARIA

Conservazione e informativa sui costi

Il nuovo art. 59-*bis* del Regolamento Intermediari impone ai soggetti abilitati di conservare un registro dei costi totali imputabili alla ricerca fornita da terzi, ove conosciuti, mettendo tali informazioni a disposizione dei clienti, su richiesta, su base annuale. La Relazione Illustrativa chiarisce che l'obbligo di messa a disposizione delle informazioni sui costi si riferisce al modello di pagamento congiunto dei servizi di esecuzione e di ricerca, senza estendersi alle ipotesi in cui la ricerca sia integralmente finanziata con risorse proprie dell'intermediario.

Ricerca sponsorizzata dagli emittenti

La Delibera introduce inoltre l'art. 59-*ter* del Regolamento Intermediari, il quale disciplina la ricerca sponsorizzata dagli emittenti, richiedendo ai soggetti abilitati che la producono o distribuiscono di adottare disposizioni organizzative idonee ad assicurarne la conformità all'art. 21-*bis*, commi 1 e 3, del TUF e al codice di condotta dell'Unione europea previsto dall'art. 24, paragrafo 3-*quater*, della direttiva 2014/65/UE e dal Regolamento delegato (UE) 2026/1092. La ricerca qualificata come sponsorizzata dall'emittente deve indicare in modo chiaro ed evidente, sulla prima pagina, di essere stata predisposta conformemente a tale codice; il materiale finanziato, in tutto o in parte, dall'emittente che non rispetti il codice deve invece essere qualificato come comunicazione pubblicitaria e promozionale.

L'art. 59-*ter*, comma 3, del Regolamento Intermediari consente inoltre agli emittenti di trasmettere la ricerca sponsorizzata al pertinente organismo di raccolta individuato ai sensi dell'art. 2, punto 2, del Regolamento (UE) 2023/2859, corredandola di metadati che ne attestino la conformità al codice di condotta. La disposizione precisa che tale ricerca non costituisce informazione regolamentata ai sensi della direttiva 2004/109/CE né ricerca in materia di investimenti ai sensi della direttiva 2014/65/UE e non è pertanto soggetta al medesimo livello di controllo normativo.

Regime transitorio

Ai sensi dell'art. 4, comma 2, della Delibera, i soggetti abilitati che producono o distribuiscono ricerca sponsorizzata dagli emittenti devono adeguarsi agli obblighi dell'art. 21-*bis*, commi 1 e 3, del TUF e dell'art. 59-*ter* del Regolamento Intermediari entro sei mesi dall'entrata in vigore delle norme tecniche europee sul codice di condotta. Come indicato nella Relazione Illustrativa, il Regolamento delegato (UE) 2026/1092 è entrato in vigore il 7 settembre 2026, data dalla quale decorre il periodo di adeguamento, distinto dal termine di entrata in vigore della Delibera.

Il presente documento viene consegnato esclusivamente per fini divulgativi. Esso non costituisce riferimento alcuno per contratti e/o impegni di qualsiasi natura.
Per ogni ulteriore chiarimento o approfondimento Vi preghiamo di contattare:

Francesco Gianni
Founding Partner
Diritto societario. Fusioni e acquisizioni

Roma | +39 06 478751
fgianni@gop.it

Andrea Aiello
Partner
Diritto societario. Fusioni e acquisizioni

Roma | +39 06 478751
aaiello@gop.it

Alessandro Merenda
Partner
Diritto dei mercati finanziari

Roma | +39 06 478751
amerenda@gop.it

Giacomo Bizzozero
Counsel
Diritto dei mercati finanziari

Milano | +39 02 763741
gbizzozero@gop.it

INFORMATIVA *EX* ART. 13 del Reg. UE 2016/679 - Codice in materia di protezione dei dati personali
I dati personali oggetto di trattamento da parte dallo studio legale Gianni & Origoni (lo "Studio") sono quelli liberamente forniti nel corso di rapporti professionali o di incontri, eventi, workshop e simili, e vengono trattati anche per finalità informative e divulgative. La presente newsletter è inviata esclusivamente a soggetti che hanno manifestato il loro interesse a ricevere informazioni sulle attività dello Studio. Se Le fosse stata inviata per errore, ovvero avesse mutato opinione, può opporsi all'invio di ulteriori comunicazioni inviando una e-mail all'indirizzo: relazioniesterne@gop.it. Titolare del trattamento è lo studio Gianni & Origoni, con sede amministrativa in Roma, Via delle Quattro Fontane 20