



PROPOSTA DI MODIFICHE AL REGOLAMENTO EMITTENTI

IN MATERIA DI VOTO PLURIMO

ESITI DELLA CONSULTAZIONE

23 dicembre 2014

#

In data 26 novembre 2014 si è conclusa la consultazione sulla proposta di modifiche al Regolamento Emittenti riguardanti le disposizioni di attuazione in materia di maggiorazione del diritto di voto, ai sensi dell'articolo 127-*quinquies*, comma 2, del TUF, nonché di coordinamento in materia di assetti proprietari, pubblicità dei patti parasociali e disciplina delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie.

Sono pervenuti i contributi di:

- ABI Associazione Bancaria Italiana;
- Prof. Avv. Niccolò Abriani e Prof. Avv. Eugenio Barcellona (“ABRIANI-BARCELLONA”);
- Accademia Internazionale per lo sviluppo economico e sociale (“AISES”);
- ALTROCONSUMO Associazione indipendente di Consumatori;
- ASSOGESTIONI Associazione del risparmio gestito;
- ASSONIME Associazione fra le Società italiane per azioni;
- ASSOSIM Associazione Italiana intermediari mobiliari;
- BORSA ITALIANA S.p.a.;
- BVR PARTNERS Studio legale associato (“BVR PARTNERS”);
- Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP (“CLEARY-GOTTLIEB”);
- COMPUTERSHARE S.p.a.;
- CONFINDUSTRIA;
- Dott. Massimo Consoli (“CONSOLI”);
- Studio Legale Gianluca Fiorentini (“FIORENTINI”);
- FRONTIS GOVERNANCE di Sergio Carbonara;
- Idee Economiche & Design s.a.s. di Marco Bava & C. (“BAVA”);
- Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati (“GALBIATI-SACCHI”);
- LATHAM & WATKINS LLP;
- Legance Avvocati Associati (“LEGANCE”);
- Prof.ri Piergaetano Marchetti e Chiara Mosca, Dipartimento Studi Giuridici dell’Università Bocconi di Milano (“MARCHETTI- MOSCA”);
- Trevisan & Associati Studio legale (“TREVISAN”).

Le osservazioni inviate dai predetti soggetti sono state pubblicate integralmente nel sito *internet* della Consob.

Nella trattazione che segue si riportano: *a)* le osservazioni pervenute in risposta al questionario e le relative valutazioni; *b)* in formato tabellare, l’articolato posto in consultazione e la versione modificata a seguito delle osservazioni.

1. MAGGIORAZIONE DEL DIRITTO DI VOTO

1.1 L'articolo 127-*quinquies*, comma 2, del TUF, ha previsto per le società quotate l'obbligo di istituire un "*apposito elenco*" nel quale devono iscriversi i soci che intendano beneficiare del voto maggiorato, al termine di un periodo di possesso continuativo delle azioni non inferiore a ventiquattro mesi, decorrente dalla data della medesima iscrizione. L'iscrizione in tal elenco assolve, allora, ad una funzione costituiva del diritto di voto maggiorato e al contempo rappresenta un importante strumento informativo, in virtù della nominatività delle iscrizioni, per la società emittente, per gli azionisti e per i terzi.

Nel documento di consultazione è stata sottoposta al mercato una prima questione concernente la natura giuridica di tale elenco, di particolare rilevanza al fine di garantire la massima trasparenza sull'ammontare dei diritti di voto e sulla distribuzione degli stessi. Si è, infatti, ritenuto che l'"*apposito elenco*" previsto della nuova disposizione debba essere considerato documentazione complementare al libro soci e non un nuovo libro sociale, con conseguente applicabilità delle regole ordinarie previste in ordine al contenuto di quest'ultimo (dati identificativi degli azionisti e numero delle azioni possedute, ai sensi dell'articolo 2421, comma 1, n. 1), cod. civ.) e pubblicità (le informazioni raccolte dalle società non sono soggette ad uno specifico obbligo di pubblicazione, sebbene i soci conservino il diritto di ispezione ai sensi dell'articolo 2422, comma 1, cod. civ.).

Tuttavia, al fine di garantire la conoscibilità delle informazioni relative alle iscrizioni, anche nei confronti di soggetti terzi non soci, si è ritenuto opportuno prevedere un obbligo di trasparenza da parte dell'emittente sui soggetti iscritti nell'elenco, limitatamente ai casi nei quali gli stessi siano già titolari di partecipazioni in misura rilevante, mediante pubblicazione nel sito *internet* della società emittente (cfr. nuovo articolo 143-*quater*, comma 2, del Regolamento Emittenti).

1.2 Con riferimento al meccanismo di acquisto del diritto di voto maggiorato, nel documento di consultazione si è optato per un approccio regolamentare minimale per garantire un'attestazione delle informazioni concernenti le azioni detenute e la durata del possesso delle stesse, presupposto essenziale ai fini dell'*enforcement* sulla trasparenza degli assetti proprietari e sul rispetto della disciplina dell'OPA, valorizzando, al contempo, l'autonomia statutaria riconosciuta in materia. L'art. 127-*quinquies* del TUF demanda, infatti, all'autonomia statutaria la determinazione delle modalità per l'attribuzione del voto maggiorato, nonché la misura della maggiorazione e le ulteriori materie indicate dai commi 3 (*cessione indiretta, successione, aumento di capitale*), 4 (*concorso per i casi di fusione o scissione*), e, nel corso del procedimento di quotazione, 7 (*computo del possesso pregresso*). Le società potranno prevedere regole più dettagliate per quanto riguarda, tra le altre, la periodicità con la quale i soci possono chiedere l'iscrizione nell'elenco, ovvero la maggiorazione del diritto di voto, il termine entro il quale la richiesta di maggiorazione può essere avanzata, la decorrenza degli effetti, nonché il contenuto del diritto e la possibilità di rinuncia.

Ciò posto, tenuto conto del regime di dematerializzazione dei titoli azionari, nel documento di consultazione si era ipotizzato che uno strumento per garantire la veridicità del possesso azionario ininterrotto (tanto ai fini dell'iscrizione nell'elenco, quanto della conseguente maggiorazione) potesse essere rappresentato da una certificazione rilasciata dall'intermediario, ai sensi dell'articolo 83-*quinquies*, comma 3, del TUF, e dell'articolo 25, del Regolamento recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata (adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob con provvedimento del 22 febbraio 2008 e successive modifiche). In via alternativa, si è sottoposta al mercato la possibilità di prevedere una comunicazione diretta dall'intermediario all'emittente, in luogo della citata certificazione.

Un altro aspetto di particolare rilevanza affrontato nel documento di consultazione concerne l'*enforcement* nei casi di perdita del voto maggiorato a seguito di cessione delle azioni. A tal fine, si è proposta l'introduzione di un obbligo di segnalazione alla società nei casi di cessione delle azioni con diritto di voto maggiorato, in linea con la disciplina relativa alle altre segnalazioni previste dal Regolamento in materia di gestione accentrata.

Peraltro, è stata sottoposta all'attenzione degli operatori del mercato la problematica relativa alla riconducibilità delle operazioni di pegno, usufrutto e sequestro, aventi ad oggetto azioni con diritto di voto maggiorato, entro i casi di cessione delle azioni con efficacia estintiva della maggiorazione del diritto di voto.

1.3 Sono state sottoposte al mercato la seguenti domande:

Q1) Si condivide la ricostruzione sulla natura giuridica dell'elenco (par. 1)?;

Q2) Si ritiene che possano esservi profili di criticità in ordine alla pubblicità delle informazioni contenute nell'elenco ovvero all'operatività del meccanismo di iscrizione/maggiorazione? Si ritiene preferibile introdurre, in luogo della certificazione, una comunicazione da parte dell'intermediario nei confronti dell'emittente (come previsto dall'art. 23 del Regolamento sulla gestione accentrata)?

Q3) Si condivide l'approccio regolamentare adottato nei confronti dell'autonomia statutaria?

1.4 Esiti della consultazione

Q1) I partecipanti alla consultazione hanno mostrato una generale e quasi unanime condivisione della riconducibilità dell'elenco al libro soci (in questo senso i contributi di **LATHAM & WATKINS, GALBIATI-SACCHI, CLEARY-GOTTLIEB, COMPUTERSHARE, AISES, ALTROCONSUMO, FRONTIS GOVERNANCE, MARCHETTI-MOSCA, ASSONIME, FIORENTINI, BVR PARTNERS**).

In senso contrario si registra l'opinione di **LEGANCE**, secondo cui la scelta effettuata dal legislatore del decreto legge 24 giugno 2014, n. 91, sembra essere stata nel senso di attribuire all'elenco in questione la natura giuridica di un libro sociale autonomo e distinto rispetto al libro soci, assolvendo ad una funzione specifica quale, appunto, quella di identificare gli azionisti che beneficino della maggiorazione del voto, nonché l'accertamento del "maggior peso" ad essi attribuito. Pertanto, **LEGANCE** ha suggerito di inserire una apposita previsione regolamentare che disponga, in

conformità a quanto già previsto dall'art. 127-*quinquies*, comma 2, TUF, l'obbligatoria istituzione e la regolare tenuta dell'apposito elenco da parte di tutti quegli emittenti quotati che abbiano statutariamente previsto l'attribuzione della maggiorazione del voto, indicando il contenuto minimo dell'elenco.

Al riguardo, si osserva che è indiscutibile che l'elenco previsto dall'articolo 127-*quinquies* del TUF assolva ad una funzione specifica quale, appunto, quella di identificare gli azionisti che beneficiano della maggiorazione del voto – quindi, l'accertamento del “maggior peso” ad essi attribuito -. Tuttavia, non si ritiene che tale finalità, di per sé considerata, possa essere sufficiente ad affermare che si tratti di un nuovo libro sociale obbligatorio, per le società che hanno introdotto la maggiorazione del diritto di voto nel proprio statuto, per diverse motivazioni.

Innanzitutto, l'iscrizione nell'apposito elenco presuppone la necessaria titolarità delle azioni e, quindi, lo *status* di socio in capo al soggetto interessato.

L'effettiva funzione qualificante dell'elenco si coglie sul piano dell'accertamento dell'*ownership duration* e della trasparenza delle iscrizioni, che rappresenta una funzione diversa da quella del libro soci. Sotto questo aspetto, la valenza informativa dell'iscrizione nell'elenco (trattandosi null'altro che di un *atto di esercizio di un diritto amministrativo*, ossia il diritto, appunto, all'iscrizione nell'elenco) integra semmai il contenuto informativo del libro soci.

Pertanto, anche tenuto conto del dato letterale della norma citata e, appunto, del ricorso al termine “*elenco*” già contenuto in altre disposizioni in materia di società (come osservato da **GALBIATI – SACCHI**)¹, è da escludersi che il legislatore abbia inteso introdurre un nuovo “libro” sociale, potendosi qualificare tale elenco alla stregua di una sezione speciale del libro soci (come osservato da **CLEARY – GOTTLIEB e COMPUTERSHARE**).

Q2.1) L'assimilazione dell'elenco al libro dei soci consente, come si è anticipato, l'applicazione delle medesime regole in ordine alla pubblicità delle informazioni e al diritto di ispezione dei soci.

Con riguardo alle informazioni contenute nell'elenco, **GALBIATI-SACCHI, MARCHE TTI-MOSCA, COMPUTERSHARE, FIORENTINI e LEGANCE** hanno evidenziato l'opportunità di un'integrazione delle stesse. In particolare, secondo **LEGANCE** sarebbe necessario indicare il contenuto minimo dell'elenco, chiarendo che lo stesso dovrà riportare: (i) *i dati identificativi degli azionisti che abbiano richiesto l'iscrizione*, (ii) *il numero delle azioni (con l'indicazione della eventuale speciale categoria di appartenenza) per le quali si richiede la maggiorazione del voto*, (iii) *l'indicazione del periodo di possesso ininterrotto e continuato delle azioni di cui si chiede la maggiorazione*, con

¹ Ci si riferisce all'articolo 2435, comma 2, cod. civ., secondo cui “*Entro trenta giorni dall'approvazione del bilancio le società non aventi azioni quotate in mercati regolamentati sono tenute altresì a depositare per l'iscrizione nel registro delle imprese l'elenco dei soci riferito alla data di approvazione del bilancio, con l'indicazione del numero delle azioni possedute, nonché dei soggetti diversi dai soci che sono titolari di diritti o beneficiari di vincoli sulle azioni medesime. L'elenco deve essere corredato dall'indicazione analitica delle annotazioni effettuate nel libro dei soci a partire dalla data di approvazione del bilancio dell'esercizio precedente*”.

annotazione di qualsiasi trasferimento, idoneo a determinare, ai sensi dell'art. 127-quinquies, comma 3, TUF la cessazione del beneficio della maggiorazione.

Secondo **GALBIATI-SACCHI**, **MARCHETTI-MOSCA**, **FIorentINI** e **COMPUTERSHARE** le informazioni dovrebbero fornire indicazione specifica anche dei soggetti che hanno già maturato il diritto di voto maggiorato. Diversi commentatori (tra i quali **TREVISAN**) hanno richiesto, inoltre, di specificare il termine entro il quale le società devono procedere all'aggiornamento delle iscrizioni nell'elenco.

Con riguardo al diritto di ispezione, **GALBIATI – SACCHI** e **LATHAM & WATKINS** hanno suggerito di introdurre un richiamo a tale diritto nel testo dell'articolo 143-*quater*, comma 2, del Regolamento Emittenti. Al riguardo, secondo **FIorentINI** le informazioni concernenti gli azionisti iscritti (in apposita sezione) nell'elenco, che non abbiano ancora maturato la maggiorazione del diritto di voto, dovrebbero essere coperte da segreto. L'**ABI** ha richiesto l'eliminazione di tale obbligo di pubblicazione, poiché siffatto adempimento rappresenterebbe un aggravio degli obblighi degli emittenti senza comportare un significativo "beneficio informativo" per il mercato, anche tenuto conto della possibilità che l'azionista trasferisca i titoli in pendenza del termine di maturazione del diritto alla maggiorazione. Quest'ultima possibilità determinerebbe, inoltre, il rischio per l'emittente di fornire al mercato informazioni non corrette, nell'ipotesi in cui l'azionista significativo trasferisca (in tutto o in parte) le azioni per le quali è stata chiesta l'iscrizione nell'elenco prima della maturazione del diritto di voto maggiorato.

In senso favorevole alla predetta pubblicazione si sono espresse **ALTROCONSUMO**, **BVR PARTNERS** e **FRONTIS GOVERNANCE**, che ritiene, inoltre, necessaria la pubblicazione dell'ammontare aggiornato delle azioni complessivamente registrate nell'elenco, in ragione della rilevanza di tale informativa per gli azionisti, siano essi attuali che potenziali.

Per una maggiore chiarezza della norma regolamentare, tali ultime osservazioni meritano accoglimento e, pertanto, di esse si è tenuto conto nell'articolato finale dell'articolo 143-*quater* del Regolamento Emittenti.

Con riguardo ai profili concernenti la riservatezza delle informazioni contenute nell'elenco relativamente ai soggetti che non abbiano ancora maturato la maggiorazione del diritto di voto, può osservarsi che, in un'ottica sistematica, le informazioni contenute nel libro dei soci non sono soggette ad un particolare grado di riservatezza a tutela dei soggetti che rivestano, appunto, lo *status* di socio. Ne è una conferma che il richiamato articolo 2422 cod. civ. - nella parte in cui riconosce il diritto di ispezione dei soci nei con riguardo alle informazioni contenute nel libro dei soci a norma dell'articolo 2421, comma 1, n 1, cod. civ. (che includono il cognome e il nome dei titolari delle azioni nominative, i trasferimenti e i vincoli relative alle azioni) - non sembra subordinare l'accesso all'allegazione di una particolare motivazione. Analogamente, l'articolo 83-*undecies*, comma 2, e l'articolo 83-*duodecies*, comma 4, del TUF, in tema di *shareholders identification*, prevedono la messa a disposizione dei soci delle risultanze del medesimo libro, a loro richiesta, anche su supporto informatico.

Conseguentemente, non si ravvisa alcuna particolare ragione di riservatezza² idonea a giustificare un diverso trattamento dell'accessibilità delle informazioni contenute nell'elenco citato rispetto a quelle contenute nel libro dei soci, presupposto essenziale per una piena trasparenza dell'effettiva distribuzione dei diritti di voto nella compagine sociale. Tale adempimento – come peraltro si è già rappresentato nel documento di consultazione – appare indispensabile al fine di garantire la piena conoscibilità delle informazioni relative alle iscrizioni anche nei confronti di soggetti terzi non soci, i quali intendano acquisire una partecipazione rilevante al capitale dell'emittente.

Pertanto, si ritiene opportuno mantenere l'obbligo di pubblicazione sul sito *internet* dell'emittente limitatamente alle iscrizioni nell'elenco da parte di soggetti che siano già titolari di partecipazioni in misura rilevante.

Q2.2) In esito alla consultazione, come già rappresentato nel documento di consultazione, si ritiene opportuno modificare il *“Regolamento recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione”*, adottato dalla Consob e dalla Banca d'Italia con Provvedimento del 22 febbraio 2008 e successive modifiche (c.d. Provvedimento Unico) nei termini di seguito sintetizzati.

Considerata la netta preferenza espressa dalla quasi unanimità dei rispondenti (favorevoli **CLEARY-GOTTLIEB, LEGANCE, COMPUTERSHARE, GALBIATI-SACCHI, ABI, CONFINDUSTRIA, BVR PARTNERS, FRONTIS GOVERNANCE, AISES, ASSOSIM, BAVA**; in senso contrario **LATHAM & WATKINS**) per la comunicazione in luogo della certificazione e tenuto conto anche dei possibili problemi applicativi che avrebbe potuto comportare la previsione di una certificazione (evidenziati, inoltre, da **MARCHETTI-MOSCA** e **TREVISAN**), si ritiene preferibile il ricorso allo strumento della comunicazione attraverso l'introduzione di una previsione specifica nel Provvedimento Unico.

I contributi alla consultazione hanno tuttavia evidenziato l'opportunità di apportare modifiche al Provvedimento Unico più ampie rispetto a quelle ipotizzate nel documento di consultazione. In particolare, le soluzioni operative prospettate da alcune associazioni di categoria (in particolare **ABI**) prevedono una modulazione più capillare dei rapporti tra intermediari, emittenti e società di gestione accentrata. Con separata procedura e in coordinamento con la Banca d'Italia si provvederà pertanto a modificare il Provvedimento Unico.

² Il Garante per la *Privacy* ha affermato che la disciplina di protezione dei dati personali non si pone in contrasto con le disposizioni del codice civile relative alla documentazione e alla trasparenza dell'attività societaria e segnatamente con la disciplina che prevede il diritto di ispezione del libro dei soci (art. 2422 cod. civ.). A questo proposito, infatti, *“la comunicazione dei dati contenuti nel libro soci (anzitutto dei dati indicati all'art. 2421, comma 1, n. 1, cod. civ.: “il numero delle azioni, il cognome e il nome dei titolari delle azioni nominative, i trasferimenti e i vincoli ad esse relativi e i versamenti eseguiti”), trattandosi di un obbligo previsto dalla legge (che ne fissa modalità e condizioni), può avvenire senza che sia a tal fine necessario il consenso degli interessati (art. 24, comma 1, lett. a), del Codice)”*, così provvedimento del 26 marzo 2009. L'Autorità ha altresì puntualizzato che nel caso in cui la richiesta di accesso concerna altri dati che non sono oggetto in base alla normativa di riferimento di necessaria pubblicità, le società potranno valutare l'opportunità di chiedere il consenso dei soci ai fini della comunicazione dei dati richiesti da altri soci. Cfr. inoltre provvedimento del 19 dicembre 2000.

Q3) Le osservazioni pervenute in risposta ai quesiti sottoposti *Q1)* e *Q2)*, prima e seconda parte, hanno trovato piena corrispondenza con riferimento al quesito *Q3)* relativo all’approccio regolamentare “minimale” che rappresenta l’impostazione di fondo delle proposte di modifica in materia di maggioranza del diritto di voto contenute nel documento di consultazione.

In particolare, i rispondenti hanno prevalentemente condiviso tale impostazione (ci si riferisce a **CLEARY-GOTTLIEB, FIORENTINI, LEGANCE, LATHAM & WATKINS, COMPUTERSHARE**), evidenziando tuttavia l’importanza di un quadro normativo che, pur non comprimendo eccessivamente l’autonomia statutaria in materia, sia idoneo garantire la certezza delle regole (in questo senso si sono espressi **BVR PARTNERS, MARCHETTI-MOSCA, GALBIATI-SACCHI, CONFINDUSTRIA**). Le motivazioni addotte a sostegno di tale orientamento si rinvergono nell’esigenza di tutela degli azionisti (in questi termini **ALTROCONSUMO**), ovvero nella necessità di limitare la discrezionalità del *management* (**FRONTIS GOVERNANCE**), o, ancora, nell’opportunità di evitare una gestione “emittente per emittente” a favore di una maggiore standardizzazione delle regole (**ASSOSIM**).

Le osservazioni sopra sintetizzate sono state sostanzialmente condivise, secondo quanto rappresentato, con riferimento alla regolamentazione dell’elenco e del meccanismo di iscrizione e maggioranza del diritto di voto. In tale ambito, così come con riguardo alla disciplina in materia di assetti proprietari e OPA - nel rispetto dei limiti delle deleghe attribuite dal legislatore alla normativa secondaria di competenza della Consob -, l’impostazione adottata è quella di prevedere degli standard minimi di *disclosure* in capo agli emittenti su identificazione degli azionisti e diritti di voto, al fine di ridurre al minimo il rischio di eventuali asimmetrie informative a vantaggio dei gruppi di controllo (come evidenziato con favore da **CLEARY-GOTTLIEB**) e contenere i costi di agenzia.

La regolamentazione secondaria non può, tuttavia, sostituirsi integralmente all’autonomia che il legislatore ha riconosciuto alle società con riguardo alla determinazione delle modalità per l’attribuzione del voto maggiorato, nonché della misura della maggioranza e delle ulteriori materie indicate dall’articolo 127-*quinquies* del TUF. Le società, infatti, possono prevedere regole più dettagliate per quanto riguarda, tra le altre, la periodicità con la quale i soci possono chiedere l’iscrizione nell’elenco, ovvero la maggioranza del diritto di voto, il termine entro il quale la richiesta di maggioranza può essere avanzata, la decorrenza degli effetti, nonché il contenuto del diritto e la possibilità di rinuncia.

In ragione dei contributi pervenuti sul punto, è quanto opportuno soffermarsi sui seguenti aspetti:

- *Rinuncia al diritto di voto maggiorato.*

Alcuni contributi hanno messo in evidenza l'importanza dell'istituto della rinuncia³ al voto maggiorato, suggerendo l'introduzione di apposite regole volte a disciplinarne il funzionamento (LEGANCE, LATHAM & WATKINS).

Secondo MARCHETTI-MOSCA la rinuncia, in tutto o in parte, alla maggiorazione deve essere prevista nello statuto ed è sempre irrevocabile. Tale rinuncia sarebbe da intendersi come definitiva decadenza della maggiorazione, a meno di soddisfare in un secondo periodo il requisito dell'appartenenza ininterrotta.

- Eventuale “automatismo” della maggiorazione del diritto di voto.

L'articolo 127-*quinquies* del TUF non chiarisce espressamente se, decorso il termine di possesso continuato non inferiore a 24 mesi dalla data di iscrizione nell'elenco, la maggiorazione del diritto di voto venga a configurarsi quale effetto automatico (fatta salva la possibilità di rinuncia, ove prevista), ovvero presupponga pur sempre un atto di impulso da parte dell'azionista interessato. Pertanto, CONFINDUSTRIA ha richiesto alla Consob un chiarimento sul punto.

Nel silenzio della legge, si ritiene che le società possano autonomamente regolare il meccanismo della maggiorazione in un senso piuttosto che nell'altro. Tenuto conto di tale possibilità, le norme regolamentari in materia di comunicazioni da parte degli intermediari dovrebbero risultare – in sede di modifica del Provvedimento Unico - applicabili indipendentemente da tale aspetto. Si ritiene, comunque, più tutelante per gli azionisti interessati subordinare l'attribuzione del diritto di voto maggiorato alla dichiarazione di volontà da parte dell'azionista nei confronti dell'emittente, con attestazione degli eventuali ulteriori presupposti richiesti dallo statuto, unitamente al riscontro delle informazioni rinvenute dalle comunicazioni.

In siffatta evenienza, la possibile rinuncia alla maggiorazione manterrebbe un importante spazio applicativo nei casi di superamento della soglia rilevante per l'obbligo di OPA, consentendo al soggetto interessato la possibilità di rinunciare al maggior diritto di voto in luogo della cessione delle azioni interessate dalla maggiorazione. Le società, inoltre, potrebbero prevedere che l'assegnazione del diritto di voto maggiorato all'azionista (indipendentemente da un atto di questi) intervenga contestualmente alla comunicazione mensile dei diritti di voto ai sensi dell'articolo 85-bis, comma 4-bis. In sostanza, secondo quanto osservato da GALBIATI-SACCHI, al termine del *vesting period*, le azioni acquisirebbero l'effettivo diritto di voto maggiorato solo a partire dal quinto giorno del mese successivo (non di calendario ma di negoziazione). Tale soluzione avrebbe indubbiamente il pregio di allineare il *dies a quo* della maggiorazione con la comunicazione del nuovo ammontare dei diritti di voto esistenti e, pertanto, incrementare la trasparenza riguardo a tale aspetto. Va, peraltro, considerato che le società non dovrebbero subordinare il riconoscimento della maggiorazione del diritto di voto a requisiti selettivi ulteriori rispetto al decorso del periodo di

³ Si rammenta che ai sensi del comma 1, seconda parte, dell'articolo 127-*quinquies* del TUF, “*gli statuti possono altresì prevedere che colui al quale spetta il diritto di voto possa irrevocabilmente rinunciare, in tutto o in parte, al voto maggiorato*”.

possesso continuato, al fine di garantire la parità di trattamento degli azionisti che si trovano in identiche condizioni (ai sensi dell'articolo 92 del TUF).

- Maggiorazione del diritto di voto e data di registrazione per l'esercizio del diritto di voto in assemblea.

Alcuni partecipanti alla consultazione (**MARCHETTI-MOSCA**, **GALBIATI-SACCHI**, **ASSONIME**, **CLEARY-GOTTLIEB**, **LEGANCE**) hanno posto in evidenza le relazioni tra le ipotesi di decadenza della maggiorazione del voto – in seguito a trasferimento o altre vicende previste nello statuto ai sensi dell'art. 127-*quinquies* del TUF – e la legittimazione all'esercizio del diritto di voto in assemblea, ai sensi dell'art. 83-*sexies*, primo e secondo comma, del TUF. Quest'ultima disposizione prevede che, nelle società con strumenti finanziari ammessi alla negoziazioni in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, la legittimazione all'intervento e al voto in assemblea siano attestati da una comunicazione effettuata dall'intermediario all'emittente basata sulle “*evidenze dei conti (...) relative al termine della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea*”, precisando che “*le registrazioni in accredito e in addebito compiute sui conti successivamente a tale termine non rilevano ai fini della legittimazione all'esercizio del diritto di voto nell'assemblea*”. In altri termini, per effetto della *record date* possono verificarsi diverse situazioni:

a) la legittimazione all'esercizio del voto anche maggiorato degli azionisti che non siano più tali, avendo trasferito le azioni *medio tempore* tra la data di registrazione e la data dell'assemblea medesima (c.d. *empty voting*)⁴. Al riguardo, occorre considerare che l'articolo 127-*quinquies* del TUF prevede, appunto, che la maggiorazione del diritto di voto vanga meno in caso di cessione delle azioni cui tale diritto è riferito. Non è univoco, quindi, se tale azionista conservi il diritto di voto maggiorato pur avendo ceduto le azioni anteriormente alla data dell'assemblea (ipotesi prospettata da **MARCHETTI-MOSCA** e **ASSONIME**). Un'opzione interpretativa potrebbe essere quella di ritenere che la sussistenza dei presupposti del voto maggiorato (il possesso ininterrotto) debba essere verificata alla data di registrazione, con la conseguenza che il venir meno di tali presupposti – come nel caso di cessione delle azioni – al momento dell'assemblea non faccia venir meno il diritto voto maggiorato (in questo senso si esprimono **MARCHETTI-MOSCA** e **LEGANCE**). Tale opzione, tuttavia, comporterebbe l'effetto di *empty voting* peraltro “maggiorato” (cfr. **GALBIATI-SACCHI**);

b) l'irrilevanza del diritto di voto maggiorato conseguito tra la data di registrazione e la data dell'assemblea, con il corollario che la maggiorazione del diritto di voto, affinché possa essere

⁴ Sul tema, in dottrina, cfr. M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle S.p.a. quotate*, Torino, 2012, pag. 295; G. B. PORTALE, *La società quotate nelle recenti riforme (note introduttive)*, relazione introduttiva svolta al Convegno su “*La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio*”, organizzato dal CESIFIN - *Fondazione Alberto Predieri*, Firenze, 14 dicembre 2006; N. DE LUCA, *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti*, in *Banca borsa*, 2010, I, 254 ss., e Id., *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e proprietà nascosta di azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 1, pag. 312 ss.; R. SECONDO, *L'attuazione della direttiva “record date”: profili di criticità e soluzioni interpretative*, in *Il Nuovo diritto delle Società*, n. 2-3, 2011; R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della direttiva azionisti*, in AA.VV., *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, pag. 527 e pag. 533 e ss.

validamente esercitata, debba essere accertata prima della *record date* (ipotesi prospettata da **CLEARY-GOTTLIEB e LEGANCE**).

Con riferimento ad entrambe le ipotesi delineate dalle lettere *a)* e *b)*, il contributo di **ASSONIME** evidenzia che una soluzione diversa sarebbe astrattamente possibile alla luce della facoltà concessa agli Stati membri dall'articolo 7 della direttiva 2007/36/CE, sui diritti degli azionisti delle società quotate, che consente di non applicare il meccanismo della *record date* ai fini della legittimazione all'intervento e al voto in assemblea, qualora le società siano in grado di desumere i dati identificativi dei loro azionisti da un "*registro aggiornato*" degli azionisti – quale potrebbe essere considerato l'apposito *elenco* previsto dall'articolo 127-*quinquies* del TUF - alla data dell'assemblea. Tuttavia, occorre anche rilevare che questa facoltà non è stata esercitata in sede di trasposizione della direttiva e il sistema di legittimazione al voto in assemblea per le società quotate si basa unicamente sul meccanismo della data di registrazione. Si concorda, peraltro, che la questione dovrebbe essere affrontata in sede di interpretazione sistematica della norma e, nei limiti in cui sia possibile, nell'esercizio dell'autonomia statutaria riconosciuta dal legislatore.

- *Particolari fattispecie applicative: pegno, usufrutto, sequestro, operazioni di carattere temporaneo, cessione dei diritti di opzione.*

Come già anticipato nel documento di consultazione, il dato letterale dell'articolo 127-*quinquies*, commi 1-3, del TUF, non sembra offrire una soluzione univoca con riguardo alla possibile estinzione dei diritti di voto maggiorato in presenza di particolari operazioni che realizzano una scissione tra titolarità del diritto di voto e titolarità delle relative azioni, come nei casi di *(a) pegno, usufrutto e sequestro*. Alcuni contributi pervenuti hanno sollevato, inoltre, una serie di problematiche applicative concernenti *(b) le operazioni di riporto, prestito titoli e fattispecie similari (ASSOGESTIONI)*, *(c) la cessione dei diritti di opzione per la sottoscrizione di azioni di nuova emissione a seguito di aumenti di capitale a pagamento - rispetto ai quali lo statuto preveda l'estensione della maggiorazione dei diritti di voto – e operazioni temporanee (LATHAM & WATKINS)*, nonché taluni profili *(d) connessi all'operatività dei fondi comuni di investimento (ASSOGESTIONI)*.

a)-b) Conseguita la maggiorazione, l'articolo 127-*quinquies* comma 3, del TUF, prevede che la maggiorazione venga meno nelle ipotesi di "*cessione*" dell'azione a titolo oneroso o gratuito (inclusi, quindi, gli atti di liberalità e le donazioni, come osservato da **FIorentini**), ma non contiene alcun riferimento testuale che possa aiutare l'interprete con riguardo agli effetti delle operazioni in esame.

Con riferimento alla riconducibilità o meno alla nozione di "cessione delle azioni" – quale causa estintiva della maggiorazione del diritto di voto – nel contributo di **ABRIANI-BARCELLONA** si distingue l'istituto del pegno da quello dell'usufrutto.

In particolare, con riferimento al pegno, si sostiene l'equiparazione alla cessione delle azioni soltanto l'ipotesi in cui alla costituzione del pegno si accompagni il riconoscimento del diritto di

voto in capo al creditore pignoratizio (secondo la regola dettata in termini suppletivi dall'art. 2352 c.c.); ove invece il voto sia convenzionalmente attribuito in capo al socio debitore, i commentatori non ritengono sussistenti le ragioni – in assenza di una diversa opzione statutaria – per far venir meno la maggiorazione.

Con riguardo all'usufrutto, nel contributo di **ABRIANI-BARCELLONA** (e nel medesimo senso, *cfr.* **ASSONIME**) si riconosce la permanenza dei presupposti ai fini della maggiorazione ogni qual volta il diritto di voto rimanga in capo all'azionista *loyal* (in assenza di una diversa opzione statutaria che, ad esempio, condizionasse la legittimazione alla maggiorazione alla sola piena proprietà): e ciò indipendentemente dalla circostanza che egli abbia trasferito la nuda proprietà ad altri soggetti (ad esempio, i suoi eredi), conservando il diritto di usufrutto, oppure sia rimasto titolare delle azioni, costituendo l'usufrutto a favore di terzi. In entrambe le ipotesi, gli Autori ritengono configurabile una cessione di azioni soltanto nel momento della futura riunione dei diritti reali, con conseguente passaggio del diritto di voto in capo, rispettivamente, al nudo proprietario o all'usufruttuario. Simmetricamente, una cessione di azioni sembrerebbe configurabile, in questo caso già *ab initio*, ovvero al momento della costituzione dell'usufrutto, qualora ad esso si accompagni il riconoscimento del diritto di voto a soggetto diverso dall'originario titolare delle azioni, sia egli nudo proprietario o usufruttuario. In quest'ultima ipotesi si ritiene peraltro che inizino a decorrere nuovamente i termini ai fini della maggiorazione del voto, di cui potrà dunque beneficiare anche l'usufruttuario cui sia riconosciuto il diritto di voto (in assenza di una diversa opzione statutaria che, ad esempio, condizionasse la legittimazione alla maggiorazione alla sola piena proprietà).

Con riferimento, infine, all'ipotesi del sequestro, il contributo di **ABRIANI-BARCELLONA** sembra escludere che i relativi provvedimenti – tanto in caso di sequestro giudiziario quanto in caso di sequestro conservativo – siano di per sé soli idonei a determinare soluzioni di continuità tali da interrompere il decorso dei termini ai fini della maggiorazione del diritto di voto.

Secondo **LEGANCE**, il trasferimento del diritto di voto ad un terzo soggetto, diverso dal socio iscritto nell'elenco previsto dall'art. 127-*quinquies*, comma 2, TUF, sembrerebbe idoneo a configurare un'ipotesi di cessazione del diritto di voto maggiorato, posto che tale diritto verrebbe esercitato da un soggetto diverso dall'originario titolare dello stesso; ciò in quanto la disciplina della maggiorazione del voto sembra caratterizzarsi proprio per la sua attenzione al profilo della stabilità della permanenza del socio nella compagine azionaria (e all'esercizio del voto che ne deriva), nonché per la circostanza che le azioni a voto maggiorato non configurano, a differenza di quelle di cui all'art. 2351 cod. civ., una categoria speciale.

Ad ogni modo, le diverse interpretazioni possibili devono tener conto della facoltà per le società di introdurre, nell'esercizio e nei limiti dell'autonomia statutaria riconosciuta dal legislatore, regole più stringenti per la maggiorazione del diritto di voto in presenza di tali operazioni. Per tali motivi, in sede di modifica al Regolamento in materia di gestione accentrata, si potrebbe prevedere un obbligo di segnalazione da parte dell'intermediario nei confronti dell'emittente in tutti i casi in esame.

c) Con riguardo all'ipotesi prospettata da **LATHAM & WATKINS**, avente ad oggetto la cessione dei diritti di opzione per la sottoscrizione di azioni di nuova emissione, a seguito di aumenti di capitale a pagamento rispetto ai quali lo statuto preveda l'estensione della maggiorazione dei diritti di voto, non dovrebbe comunque ritenersi che il diritto di voto maggiorato sia cedibile, trattandosi di un diritto non incorporato nelle azioni. Peraltro, una lettura restrittiva del termine "*cessione*", contenuto nell'articolo 127-*quinquies*, comma 3, del TUF, non consentirebbe di ritenere applicabile per analogia la regola prevista dall'articolo 118, comma 6, del Regolamento Emittenti, in virtù della quale, nell'ipotesi di più operazioni realizzate nel medesimo giorno di negoziazione, la partecipazione da considerare ai fini dell'assolvimento degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti è quella risultante dall'ultima operazione effettuata. Tuttavia, secondo **LATHAM & WATKINS**, considerata la *ratio* della disciplina, la caducazione del diritto di voto non dovrebbe conseguire a operazioni di carattere temporaneo delle azioni di natura prettamente finanziaria e senza finalità di modifica degli assetti proprietari dell'emittente.

d) In ordine al calcolo del periodo di possesso continuativo delle azioni per l'attribuzione del voto maggiorato, **ASSOGESTIONI** ha chiesto di chiarire se una Sgr iscritta all'elenco abbia diritto all'attribuzione del voto maggiorato per tutte le azioni detenute nei portafogli dei fondi per i quali la medesima Sgr abbia il diritto di voto, indipendentemente dalle variazioni intervenute nei diversi portafogli durante il periodo di possesso. Al riguardo, posto che gli articoli 35-*decies* e 36 del TUF attribuiscono specifici poteri alla Sgr con riguardo, rispettivamente, all'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli Oicr gestiti e alla gestione degli Oicr medesimi, le variazioni che non integrano una cessione delle azioni in senso stretto non dovrebbero comportare l'estinzione del diritto di voto maggiorato. Quanto all'applicabilità della metodologia LIFO (*last in, first out*) ai fini del calcolo del possesso continuativo delle azioni, non sembra sussistere alcun ostacolo normativo.

2. ASSETTI PROPRIETARI

L'articolo 120, comma 1, del TUF, prevede che "*Nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, per capitale si intende il numero complessivo dei diritti di voto*". La definizione di capitale così fornita è rilevante ai fini del calcolo del denominatore su cui viene computata la partecipazione rilevante, quindi per le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti e per la trasparenza dei patti parasociali, secondo le aliquote previste dagli articoli 117 e 120 del Regolamento Emittenti. Pertanto, in tali società, sia il numeratore che il denominatore andranno calcolati con riferimento al numero dei diritti di voto (anche se oggetto di sospensione o cessione a terzi).

2.1 Nel documento di consultazione sono state sottoposte al mercato talune proposte regolamentari finalizzate, oltre che ad allineare la normativa secondaria con quella primaria, anche a risolvere talune problematiche applicative derivanti dalla variabilità dell'ammontare complessivo dei diritti di voto per effetto della maggiorazione o della perdita dei diritti di voto maggiorato da parte degli azionisti.

In particolare, si è ritenuto necessario individuare il riferimento temporale per determinare il numero dei diritti di voto esistenti, introducendo l'obbligo in capo all'emittente di comunicare al pubblico l'ammontare complessivo dei diritti di voto e del capitale entro cinque giorni dalla fine di ciascun mese durante il quale si è accertato un aumento o una diminuzione di tale ammontare e, comunque, entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea dei soci⁵, con le modalità di diffusione previste per la pubblicazione delle informazioni regolamentate (cfr. articolo 85-bis, comma 4-bis).

Tale proposta – coerente con quanto previsto dall'articolo 15 della Direttiva 2004/109/CE (*Transparency*) e in linea con la soluzione adottata dall'ordinamento francese⁶, ove pure è regolamentato il c.d. *double vote* - è stata formulata tenendo conto dell'esigenza di non gravare le società e gli azionisti di oneri maggiori di quanto non sia strettamente necessario ai fini del rispetto degli obblighi di trasparenza in materia di assetti proprietari. La pubblicazione di tale informazione ad ogni occasione di aumento o riduzione del numero complessivo dei diritti di voto, sulla base delle comunicazioni pervenute dagli intermediari, potrebbe comportare un obbligo di trasparenza per l'emittente anche in presenza di oscillazioni quantitativamente marginali e non significative, nonché, per i singoli azionisti, un obbligo di monitoraggio e aggiornamento costante delle partecipazioni già dichiarate. La soluzione regolamentare ivi prospettata non osta alla possibilità che le società prevedano, in sede di modifica dello statuto, l'assegnazione del diritto di voto maggiorato all'azionista contestualmente alla comunicazione mensile dell'ammontare complessivo dei diritti di voto, così da ridurre al minimo eventuali asimmetrie informative di carattere intertemporale (cfr. pag. 7).

Sulla base dell'informativa pubblicata dalla società, gli azionisti devono effettuare le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti entro cinque giorni di negoziazione dal momento in cui hanno conoscenza del raggiungimento, del superamento ovvero della riduzione al di sotto della soglia rilevante, anche qualora tali movimenti siano meramente passivi, fermo restando che, in caso di altre operazioni relative alla partecipazione detenuta, la comunicazione è comunque effettuata, ai sensi dell'articolo 121 del Regolamento Emittenti, senza indugio ed entro cinque giorni, decorrenti dal giorno dell'operazione idonea a determinare il sorgere dell'obbligo.

Per quanto riguarda l'applicazione degli obblighi di comunicazione in presenza di oscillazioni di natura meramente passiva, è stata sottoposta alla consultazione del mercato una proposta di modifica all'articolo 117, comma 2, del Regolamento Emittenti, introducendo - per tutte le società - uno specifico esonero [ai sensi dell'articolo 120, comma 4, lett. *d-quater*), del TUF] dall'obbligo di comunicazione in tutti i casi di variazioni di natura passiva delle partecipazioni detenute, in misura maggiore o inferiore alla soglia del 2%. Tale proposta, peraltro, risulta coerente con quanto previsto

⁵ Si rammenta, peraltro, che ai sensi dell'articolo 125-*quater*, comma 1, lett. *c*), del TUF, le informazioni concernenti il numero e le categorie di azioni, che compongono il capitale sociale, sono messe a disposizione nel sito internet della società entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea.

⁶ Cfr. L. 233-8 (II), del *Code de Commerce* e l'art. 223-16, del *Règlement Général* dell'AMF.

dalla Direttiva *Transparency*, che prevede quale prima soglia rilevante, ai fini della notifica dell'acquisizione o della cessione di partecipazioni, quella del 5%.

Come già rappresentato nel documento di consultazione, tale semplificazione muove dalla necessità di contemperare gli obblighi di trasparenza degli assetti proprietari, in presenza di variazioni del denominatore su cui va calcolata la partecipazione rilevante, con quella, parimenti meritevole di tutela, di non imporre maggiori oneri di monitoraggio e *compliance* in capo a coloro che operano sul mercato, né ciò comporta un indebolimento della trasparenza proprietaria nello specifico contesto italiano, considerato che restano fermi i poteri di vigilanza informativa della Consob, previsti dagli articoli 114 e 115 del TUF.

2.2 Con riguardo alla disciplina sugli obblighi di trasparenza dei patti parasociali, ai sensi dell'articolo 122 del TUF e degli articoli 127 e ss. del Regolamento Emittenti, nel documento di consultazione sono state proposte alcune modifiche in considerazione sia dell'intervenuta novella legislativa, sia dell'esigenza di semplificare ulteriormente il regime di pubblicità dei patti medesimi, quali la semplificazione nelle modalità di diffusione dell'estratto nel caso di variazioni quantitative delle percentuali non significative.

2.3 Nel questionario contenuto nel documento di consultazione sono state formulate le seguenti domande:

Q4) Si condivide la soluzione adottata con riguardo al riferimento temporale per determinare il numero dei diritti di voto?

Q5) Si condivide la scelta regolamentare in ordine alle variazioni passive delle partecipazioni rilevanti?

2.4 Esiti della consultazione

Q4) Con riferimento alla soluzione adottata circa il riferimento temporale per determinare il numero dei diritti di voto, i partecipanti alla consultazione hanno mostrato una generale condivisione della proposta regolamentare (**CLEARY-GOTTLIEB, MARCHETTI-MOSCA, ASSOGESTIONI, GALBIATI-SACCHI, LATHAM & WATKINS, COMPUTERSHARE, BVR PARTNERS, ALTROCONSUMO, ABI, FRONTIS GOVERNANCE**). In senso contrario si è espresso **BAVA**.

Tale soluzione consente, pertanto, di cristallizzare e storicizzare ad una data specifica il numero dei diritti di voto sulla base dei quali calcolare la partecipazione rilevante ai fini degli obblighi di comunicazione al mercato e ai fini dell'attivazione dell'obbligo di OPA (**ABI**).

Per rispondere ad una richiesta di chiarimento da parte di alcuni partecipanti (**ABI, CLEARY-GOTTLIEB**), è opportuno distinguere l'ipotesi in cui: *a)* il superamento o la riduzione della partecipazione rispetto ad una soglia rilevante sia conseguente alla maggiorazione del diritto di voto ovvero alla rinuncia ascrivibile al medesimo socio; *b)* il superamento o la riduzione sia conseguente ad un'operazione di acquisto o vendita di azioni.

Nell'ipotesi indicata alla lettera *a*), ai fini del calcolo della partecipazione il numeratore terrà conto del numero dei diritti di voto di cui l'azionista è titolare, mentre il denominatore terrà conto del numero complessivo dei diritti di voto a seguito della maggiorazione o rinuncia. Quanto a quest'ultimo, trattandosi di un'informativa non disponibile all'azionista (tenuto conto che questi conosce l'ammontare complessivo dei diritti di voto precedentemente comunicato dalla società ma non ancora aggiornato), l'obbligo di comunicazione dovrà essere assolto entro cinque giorni di negoziazione decorrenti dalla data della successiva comunicazione effettuata dall'emittente *ex* articolo 85-*bis*, comma 4-*bis*, del Regolamento Emittenti. Resta fermo che le società possono prevedere che l'assegnazione del diritto di voto maggiorato all'azionista (indipendentemente da un atto di questi) intervenga contestualmente alla comunicazione mensile dei diritti di voto ai sensi dell'articolo 85-*bis*, comma 4-*bis*.

Nell'ipotesi indicata dalla lettera *b*), l'obbligo dovrà essere assolto dalla data in cui l'operazione è posta in essere, calcolando al denominatore il numero complessivo dei diritti di voto da ultimo comunicati dall'emittente.

Per una maggiore chiarezza delle norme regolamentari (richiesta anche da **ASSONIME** e **ASSOGESTIONI**), si ritiene comunque opportuno specificare il termine entro il quale la comunicazione vada effettuata in caso di maggiorazione attiva o rinuncia al diritto di voto, mediante una modifica al testo dell'articolo 121, comma 1-*bis*, del Regolamento Emittenti.

Alcuni partecipanti alla consultazione (**ASSONIME**, **BORSA ITALIANA** e, nello stesso senso, **ASSOGESTIONI**) hanno auspicato che l'informativa pubblicata dalla società possa essere, altresì, pubblicata nel sito *internet* della Consob. Al riguardo, fermo restando che tale informativa rientra nella categoria delle informazioni regolamentate e, conseguentemente, è soggetta all'obbligo di trasmissione allo SDIR e al meccanismo di stoccaggio autorizzato (inclusa la pubblicazione nel sito *internet* della società emittente), la possibilità di pubblicazione nel sito *internet* della Consob sarà oggetto di una successiva valutazione da parte della Commissione, al momento dell'entrata a regime della nuova disciplina.

Con riferimento alle altre osservazioni accolte, si rinvia all'articolato allegato al presente documento.

Q5) Con riferimento alla proposta di modifica dell'articolo 117, comma 2, del Regolamento Emittenti, riguardante l'esenzione dall'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti nei casi di variazione, di natura passiva, in misura maggiore o inferiore alla soglia del 2%, si è registrata una quasi unanime condivisione da parte dei partecipanti alla consultazione (**ALTROCONSUMO**, **CLEARY-GOTTLIEB**, **CONFINDUSTRIA**, **MARCHETTI-MOSCA**, **ASSOGESTIONI**, **GALBIATI-SACCHI**, **LATHAM & WATKINS**, **COMPUTERSHARE**, **BVR PARTNERS**, **FRONTIS GOVERNANCE**; in senso contrario si è espresso **BAVA**).

Nello specifico, **CONFINDUSTRIA** ha evidenziato l'opportunità di estendere l'esenzione a tutti gli obblighi di comunicazione di natura passiva, indipendentemente dalle percentuali interessate dalla variazione. Al riguardo, si osserva che tale estensione non risulta, allo stato, possibile, tenuto conto che l'articolo 9, paragrafo 2, della direttiva *Transparency* prevede l'obbligo di notifica della partecipazione ove la variazione avvenga anche “*a seguito di eventi che modificano la distribuzione dei diritti di voto e sulla base delle informazioni pubblicate a norma dell'articolo 15*”.

I contributi di **GALBIATI-SACCHI** e **MARCHETTI-MOSCA** hanno sollevato taluni possibili problemi di coordinamento con altre previsioni normative, per l'applicabilità delle quali risulta rilevante l'accertamento del superamento della soglia minima del 2%. Ci si riferisce, in particolare, all'articolo 121, in materia di partecipazioni reciproche, e all'articolo 127-*quinquies*, comma 3, del TUF, con riguardo all'estinzione del diritto di voto maggiorato a seguito di cessione indiretta di azioni con diritto di voto maggiorato (trasferimento di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato in misura superiore alla soglia prevista dall'articolo 120, comma 2, del TUF).

Con riferimento a quanto previsto dall'articolo 121 del TUF non si riscontrano particolari profili di criticità concernenti la vigilanza sul rispetto delle divieto di partecipazioni incrociate. La previsione di un'esenzione per gli obblighi di comunicazione, correlati a variazioni passive della partecipazione al 2%, non comporta invero il venir meno dei poteri di vigilanza informativa e ispettiva della Consob, ai sensi degli articoli 114 e 115 del TUF, nei confronti di coloro che detengono diritti di voto in misura superiore al 2%, indipendentemente dalla sussistenza di un obbligo di comunicazione. Peraltro, occorrerebbe tenere in considerazione la diversità di *ratio* della disciplina in materia di trasparenza delle partecipazioni rilevanti rispetto a quella in materia di incroci azionari, rispondente all'esigenza di prevenire e reprimere fenomeni comunemente definiti di c. d. “annacquamento del capitale” o di c. d. “inquinamento assembleare”.

Per quanto riguarda, invece, il trasferimento di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato in misura superiore alla soglia prevista dall'articolo 120, comma 2, del TUF, tenuto conto che l'emittente comunque dispone di tutte le informazioni riguardanti gli azionisti con diritto di voto maggiorato – cui la Consob può avere accesso ove necessario – e dei poteri di vigilanza sopra ricordati, non si ritiene che l'esenzione in esame possa rendere più difficile il controllo sulla ricorrenza di una causa di cessazione del voto maggiorato, come previsto dall'articolo 127-*quinquies*, comma 3, del TUF. L'accertamento presuppone pur sempre - specie ove l'anello intermedio sia una società non quotata o ente di diversa natura - la verifica del caso specifico mediante attivazione da parte della stessa società emittente, nei limiti previsti dallo statuto, ovvero dei poteri di vigilanza informativa e ispettiva da parte della Consob.

3. DISCIPLINA DELL'OPA OBBLIGATORIA

Il nuovo articolo 106, comma 1, del TUF, prevede che “*Chiunque, a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del*

trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento” debba promuovere un’OPA totalitaria.

Le modifiche al TUF introdotte dal decreto n. 91 non sono intervenute sul testo dell’articolo 105, comma 2, che definisce la “*partecipazione*” quale una quota dei titoli emessi che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza, mentre è stato modificato il comma 3 del medesimo articolo nella parte in cui delega alla Consob il compito di determinare i criteri di calcolo della partecipazione rilevante “[...] *nelle ipotesi in cui lo statuto preveda la maggiorazione del diritto di voto*”.

Dalla lettura delle disposizioni introdotte non è apparso del tutto univoco se la riforma abbia introdotto una doppia soglia di OPA, alternativa, cioè, sia correlata alla detenzione delle azioni in misura superiore al 30% del totale del capitale sociale, sia conseguente alla detenzione di più del 30% del totale dei diritti di voto.

3.1 Tenuto conto della *ratio* dell’obbligo di OPA, nel sistema delineato dalla direttiva 2004/25/CE – che risponde all’esigenza di offrire uno strumento di protezione degli azionisti di minoranza conseguente al trasferimento del “controllo”, tale intendendosi la percentuale rilevante in termini di diritti di voto – è stata sottoposta alla consultazione del mercato una proposta di modifica al Regolamento Emittenti (articolo 44-*bis*.1) volta a chiarire che, per le società che hanno introdotto la maggiorazione del diritto di voto, ovvero consentono l’emissione di azioni con diritto di voto plurimo, l’obbligo di OPA viene in rilievo al superamento delle soglie percentuali calcolate in rapporto al numero complessivo dei diritti di voto.

L’impostazione adottata è risultata più idonea a garantire un allineamento dei criteri di calcolo della partecipazione - in tutti i casi previsti in cui vengano in rilievo obblighi di OPA (articolo 106, commi 1, 1-*bis*,1-*ter* e comma 3, lett. *b*), del TUF) - con quanto previsto in materia di assetti proprietari, poiché il denominatore di calcolo sarebbe comunque corrispondente, con le rispettive peculiarità di disciplina, al numero complessivo dei diritti di voto comunicati dall’emittente.

3.2 Nel documento di consultazione è stata oggetto di analisi la problematica, connessa con le modalità di esercizio della delega sui criteri di calcolo delle partecipazione rilevante, concernente i superamenti meramente passivi delle soglie rilevanti ai fini OPA, con particolare riferimento all’ipotesi in cui un azionista si trovi a superare le predette soglie a causa delle variazioni in diminuzione del numero complessivo dei diritti di voto e, quindi, a causa di un fatto non derivante dalla propria volontà.

In linea con la *ratio* dell’obbligo di OPA e al fine di contemperare i diritti degli azionisti di minoranza con la necessità di non imporre obblighi non proporzionali a condotte del tutto prive di volontarietà, è stata sottoposta al mercato l’introduzione di una specifica disposizione che prevede l’esenzione dall’obbligo di OPA per le ipotesi di superamento delle soglie determinato dalla riduzione del numero complessivo dei diritti di voto, quale “*causa indipendente dalla volontà*

dell'acquirente" [articolo 106, comma 5, lett. c), del TUF, e, nel Regolamento Emittenti, articolo 49, comma 1, lett. d-bis].

È stato proposto, tuttavia, un limite all'applicabilità di tale esenzione con riguardo all'ipotesi in cui un soggetto si trovi a superare passivamente la soglia rilevante, calcolata in relazione al numero dei diritti di voto, pur disponendo di una partecipazione, espressa in termini di quota percentuale del numero dei titoli emessi, superiore alla soglia OPA. Tale proposta, come illustrato nel documento di consultazione, muove dal rilievo che anche nelle società i cui statuti prevedono la maggiorazione del diritto di voto, ovvero l'emissione di azioni con diritto di voto plurimo, non viene meno il valore "segnalatico" della partecipazione espressa in rapporto al capitale sociale, posto che nell'ipotesi in cui tutti gli azionisti conseguano la maggiorazione dei propri diritti di voto, o vi rinuncino, la percentuale della partecipazione calcolata sul numero dei titoli emessi sarà certamente corrispondente a quella calcolata sul numero dei diritti di voto.

Invero, un soggetto che a seguito di acquisti si trovi a superare la soglia del trenta per cento del capitale (ovvero le altre soglie previste dai commi 1-bis e 1-ter dell'articolo 106 del TUF), ma non dei diritti di voto, si pone in una situazione di potenziale acquisto del controllo dell'emittente. Nel momento in cui tale situazione potenziale di controllo diventa attuale, in ragione della riduzione del numero complessivo dei diritti di voto, si può ritenere carente il presupposto dell'esenzione dall'obbligo di OPA, riferita al carattere non volontario del superamento. In tal caso, infatti, l'azionista si è volontariamente posizionato al di sopra della soglia rilevante in assenza di diritti di voto maggiorato, e, pertanto, ha accettato il rischio di ogni eventuale superamento di soglia anche in termini di diritti di voto.

Nel documento di consultazione, inoltre, è stato evidenziato che l'esenzione in esame e la relativa limitazione, presupponendo un non allineamento tra ammontare della partecipazione espressa sul capitale sociale e numero complessivo dei diritti di voto, non può che trovare applicazione al momento in cui le modifiche statutarie che introducono la maggiorazione del diritto di voto avranno piena operatività. Pertanto, gli acquisti di partecipazioni - in misura superiore alla soglia rilevante - posti in essere anteriormente alla piena operatività dell'introduzione del voto maggiorato e a suo tempo non rilevanti ai fini dell'obbligo di OPA (ad esempio, per la sussistenza di specifiche esimenti) non precludono l'applicabilità dell'esenzione in esame, in quanto soggetti ad una diversa disciplina vigente al momento dell'acquisizione.

Resta fermo che, in luogo dell'adempimento dell'obbligo di OPA, il medesimo soggetto può cedere le azioni in eccedenza, o comunque ridurre i propri diritti di voto anche mediante rinuncia se consentita, in applicazione della disciplina sui superamenti temporanei [art. 49, co. 1, lett. e), del Regolamento Emittenti], di cui si è, peraltro, proposta la modifica con eliminazione del vincolo quantitativo, attualmente previsto in misura pari al 3% e all'1% per i casi di consolidamento.

Con riferimento all'obbligo di OPA da consolidamento, ai sensi dell'articolo 106, comma 3, lett. b), del TUF, e dell'articolo 46 del Regolamento Emittenti, nel documento di consultazione si è ritenuto

di ricondurre il superamento passivo nella fattispecie di esenzione dall'obbligo di OPA, in ragione delle peculiarità della disciplina che regola tale obbligo di offerta.

Da ultimo, sempre nel documento di consultazione, è stato segnalato che gli obblighi previsti dagli articoli 108, commi 1 e 2, nonché 111, comma 1, del TUF, continuano a trovare applicazione tenendo conto del numero di azioni detenute rispetto al capitale sociale.

3.3 Sono state sottoposte alla consultazione del mercato le seguenti domande:

Q6) Si condivide la scelta in ordine ai criteri di calcolo della partecipazione rilevante ai fini dell'OPA obbligatoria?

Q7) Si condivide la proposta concernente i superamenti di natura passiva della soglia OPA?

3.4 Esiti della consultazione

Q6) Con riferimento al criterio di calcolo della partecipazione rilevante ai fini dell'OPA obbligatoria, tenendo conto del numero complessivo dei diritti di voto, i partecipanti alla consultazione hanno espresso una generale condivisione della proposta di modifica (in senso favorevole si sono espressi: **ALTROCONSUMO, CLEARY-GOTTLIEB, CONFINDUSTRIA, MARCHETTI-MOSCA, ASSOGESTIONI, GALBIATI-SACCHI, LATHAM & WATKINS, COMPUTERSHARE, BVR PARTNERS, LEGANCE**; in senso contrario si sono espressi: **ABRIANI-BARCELLONA e BAVA**).

Secondo quanto sostenuto da **ABRIANI-BARCELLONA**, l'articolo 106, primo comma, del TUF, imporrebbe l'obbligo di OPA in relazione sia alla (i) detenzione di “*una partecipazione superiore al trenta per cento*”, sia (ii) alla titolarità di “*diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi*”, poiché le due ipotesi sarebbero distintamente indicate nella fattispecie normativa mediante la congiunzione “*ovvero*”. Pertanto, un criterio di calcolo della partecipazione determinato non già in relazione al capitale sociale (con diritto di voto), bensì in funzione del numero complessivo di diritti di voto, renderebbe le due ipotesi *sub* (i) e (ii) assolutamente coincidenti, con conseguente *interpretatio* (parzialmente) *abrogans* della fattispecie prevista dalla legislazione primaria.

Si ritiene che la formulazione dell'articolo 106, comma 1, del TUF, nella parte in cui ricollega l'inciso “*a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto,*” al successivo “*venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi*”, solo apparentemente sembri indicare due fattispecie normative distinte, poiché l'intervento legislativo muove dalla necessità di prevedere l'obbligo di OPA anche nelle ipotesi di potenziale non corrispondenza tra numero di azioni e numero dei diritti di voto (principio comunemente descritto nella formula “*one share- one vote*”), che, appunto, si verifica nelle società che hanno introdotto la maggiorazione del diritto di voto o hanno emesso azioni a voto plurimo (nei limiti indicati dall'articolo 127-*sexies* del TUF).

Seguendo tale interpretazione, nella misura in cui la disposizione prevede che il superamento della soglia rilevante possa avvenire “*a seguito...di maggiorazione dei diritti di voto*”, si può ritenere che essa si limiti a chiarire che la maggiorazione rappresenta una tecnica di *acquisizione del controllo* analoga a quella che si può realizzare mediante l’acquisto di titoli azionari e, quindi, di partecipazioni. Sotto altro versante, l’inciso “*...ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi*”, nella sua più ampia formulazione, è idoneo a “catturare” tutti i casi (di acquisto di partecipazioni e/o di maggiorazione) in cui si può realizzare l’acquisizione del controllo della società emittente, indipendentemente dallo strumento giuridico utilizzato. Non si tratta, pertanto, di due fattispecie normative distinte, ma di un’unica formulazione normativa, destinata a ricomprendere al suo interno tutte le fattispecie non riconducibili al principio “*one share - one vote*” (in questo senso, *cfr.* contributo di **GALBIATI-SACCHI**).

Come, peraltro, condiviso da **MARCHETTI-MOSCA**, alla luce dei principi generali della direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto, il termine “*acquisto*” è da intendere in senso ampio, come omnicomprendivo di tutte le condotte di *acquisizione* del controllo di una società quotata. Pertanto, l’inciso “*...ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi*”, fornisce un’argomentazione aggiuntiva a favore dell’obbligo di OPA in caso di superamento della soglia rilevante in seguito a maggiorazione dei voti, pur in assenza di acquisti.

Da ciò consegue la necessità di specificare, in via regolamentare, il criterio di calcolo della partecipazione rilevante, con riguardo al denominatore della partecipazione, rappresentato in ogni caso dal numero complessivo dei diritti di voto esercitabili nelle deliberazioni assembleari riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza. Va da sé che, ove la società non consenta la maggiorazione ovvero l’emissione di azioni a voto plurimo, vi sarà sempre e comunque una piena corrispondenza tra *numero di azioni con diritto di voto* e *numero dei diritti di voto*.

Né sembrerebbe doversi convenire sull’osservazione, formulata da **ABRIANI-BARCELLONA**, secondo cui “*...se si adottasse il criterio della “doppia soglia OPA concorrente”, il soggetto rilevante sarebbe tenuto all’obbligo di OPA già al momento dell’acquisto e, dunque, ad un prezzo parametrato rispetto ad un acquisto sintomatico del pagamento di un premio...*”, poiché è di difficile dimostrazione che l’acquisto di titoli a fronte di un minor “peso specifico” dell’acquirente, espresso in termini di diritti di voto (si pensi all’ipotesi prospettata nel documento di consultazione a pag. 26, ultima riga), rispetto ai diritti di voto spettanti ad altri azionisti *loyal*, possa effettivamente incorporare un “premio” di controllo da ripartire in caso di OPA agli azionisti oblati.

Pertanto, non si conviene sul rilievo che il criterio della “*doppia soglia OPA concorrente*” possa essere quello più idoneo a preservare gli interessi sottesi alla disposizione di fonte primaria, finendo per imporre un obbligo di OPA, correlato alla detenzione di azioni con diritto di voto in misura superiore al 30% del totale del capitale sociale, anche ove tale partecipazione, rapportata al numero complessivo dei diritti di voto, non risulti idonea a conferire il controllo assembleare dell’emittente e, per converso, potrebbe comportare effetti distorsivi del mercato (in questo senso, *cfr.* **LEGANCE**).

Q7) Con riferimento al tema dei superamenti di natura passiva della soglia OPA, parte dei rispondenti hanno manifestato di condividere la proposta regolamentare (**MARCHETTI-MOSCA, GALBIATI-SACCHI, CLEARY-GOTTLIEB, ASSONIME, CONFINDUSTRIA, BVR PARTNERS, LATHAM & WATKINS**), mentre altri, con argomentazioni differenti, hanno espresso un orientamento in senso opposto (**ABRIANI-BARCELLONA, ALTROCONSUMO, FRONTIS GOVERNANCE, TREVISAN**).

In particolare, secondo **ABRIANI-BARCELLONA** il superamento da maggiorazione “*non è mai interamente attivo, né mai interamente passivo: è attivo, poiché postula l’acquisto della partecipazione, nonché (soprattutto) l’iscrizione nell’elenco degli azionisti loyal; è altresì passivo, poiché postula pur sempre la condotta non-loyal di azionisti terzi che esula dalla sfera di controllo dell’azionista loyal*”.

Tale affermazione non sembra potersi condividere. Il superamento da parte di chi, per effetto di acquisti o maggiorazione dei propri diritti di voto (quindi volontariamente), si trovi a superare la soglia rilevante, è un superamento di natura attiva e integra pienamente il presupposto dell’obbligo di offerta. Diversamente, il comportamento di chi, detenendo diritti di voto in misura inferiore alla soglia rilevante, venga successivamente a trovarsi oltre tale soglia, non può essere considerato di natura attiva. In tal caso, si è in presenza di un superamento involontario dipendente dal comportamento degli altri soci. Con riguardo al superamento da maggiorazione l’iscrizione nell’elenco degli azionisti *loyal* non appare di per sé sufficiente a qualificare “l’attivismo” del medesimo azionista. L’iscrizione in tale elenco è, certamente, *condicio sine qua non* della maggiorazione, fermo restando il decorso del termine previsto dall’articolo 127-*quinquies*, comma 1, del TUF; tuttavia, è la successiva attribuzione della maggiorazione a rappresentare la *condicio sine qua non* del superamento della soglia rilevante e, quindi, ad integrare il nesso di causalità tra condotta (maggiorazione) ed evento (superamento della soglia).

Né può condividersi l’assunto secondo cui il superamento da maggiorazione sarebbe sempre “passivo”, poiché postulerebbe pur sempre la condotta *non loyal* di azionisti terzi che esula dalla sfera di controllo dell’azionista *loyal*. Tale affermazione sembrerebbe, in particolare, attribuire una forma di rilevanza anche al disinteresse degli azionisti *non loyal* verso la maggiorazione, presupponendo una valutazione sul comportamento di altri soggetti astrattamente possibile, ma certamente non attuale al momento in cui l’azionista *loyal* abbia superato la soglia.

Ciò posto, tanto vale a giustificare una diversa reazione dell’ordinamento in un caso piuttosto che nell’altro [*i.e.* applicazione dell’esonazione in caso di superamento per causa indipendente, *cfr.* articolo 106, comma 5, lett. *c*), del TUF], né l’applicazione di un diverso trattamento del superamento da *maggiorazione* rispetto agli altri casi di superamento da *acquisto* (in senso ampio), come, ad esempio, nelle ipotesi in cui il superamento sia conseguente ad operazioni di fusione o scissione, per effetto del concambio, a prescindere dall’indagine circa l’espressione del voto da parte del soggetto che ha superato la soglia [*cfr.* articolo 106, comma 5, lett. *e*), del TUF].

Peraltro, si tenga presente che anche altri ordinamenti degli Stati membri dell'U.E. (come Francia⁷ e Spagna⁸) hanno avvertito l'esigenza di prevedere regole specifiche per i superamenti non volontari, bilanciando gli opposti interessi dei soggetti coinvolti.

Per le medesime motivazioni, non si può convenire con quanto osservato da **ALTROCONSUMO** circa l'opportunità di prevedere *sempre e comunque* l'obbligo di OPA, in luogo dell'esenzione, indipendentemente dalla involontarietà del superamento; né, peraltro, appare condivisibile, come invece richiesto da **FRONTIS GOVERNANCE**, la previsione di un divieto di porre in essere ulteriori acquisti (definibile come obbligo di *stand still*) da parte di chi ha superato passivamente la soglia rilevante, poiché ciò comporterebbe la disapplicazione, in via regolamentare, delle regole sul consolidamento della partecipazione [articolo 106, comma 3, lettera *b*), TUF].

Con riguardo alle azioni a voto plurimo, il contributo di **ABRIANI-BARCELLONA** ha evidenziato la presenza di una lacuna nel testo dell'articolo 106, comma 1, del TUF, almeno con riguardo al caso in cui un certo socio, titolare di azioni ordinarie (intese come azioni a voto ordinario, e dunque non plurimo), possa superare la soglia OPA per effetto dell'eventuale soppressione di azioni a voto plurimo "create" ante-quotazione. Non si tratterebbe, in tal caso, di una maggiorazione in senso tecnico (che è soltanto quella nominativamente prevista dall'art. 127-*quinquies*, del TUF), ma di una "maggiorazione" *de facto* (quella conseguente, indirettamente, alla soppressione di eventuali azioni a voto plurimo).

Nel caso ipotizzato dai commentatori si ritiene che vi siano sostanziali elementi di affinità con la disciplina della maggiorazione del diritto di voto. L'eventuale attivazione, infatti, di una clausola di conversione automatica prevista nello statuto, con riferimento alle azioni a voto plurimo, comporterebbe l'applicabilità delle regole sul superamento per causa indipendente e, segnatamente, l'esenzione prevista all'articolo 49, comma 1, lett. *d-bis*), inclusa la relativa limitazione ove il soggetto abbia acquistato una partecipazione che rapportata al numero complessivo dei titoli emessi dalla società ecceda la soglia rilevante.

Non sembra, infatti, venire meno la circolarità della disciplina primaria tra imposizione dell'obbligo di OPA ed esenzione dallo stesso, laddove il superamento non corrisponda effettivamente alla volontà di acquisire il controllo di un emittente; circolarità, appunto, che consente l'immediata riconducibilità di ogni superamento di natura passiva della soglia rilevante entro le disposizioni più

⁷ In caso di superamento della soglia rilevante per effetto di una riduzione del numero complessivo dei titoli di capitale o dei diritti di voto esistenti, trattandosi di superamento di per sé rilevante, è attribuito all'AMF il potere di accordare l'esenzione dall'obbligo di OPA (art. 234-8 e 234-9 (5°), *Reg. Gen. AMF*). Nella prassi applicativa risulta, inoltre, che tale esenzione è stata concessa ove il superamento della soglia sia stato non soltanto passivo ma completamente involontario e obiettivamente non imputabile (cfr. AMF, *Décision et Information n° 213C0061*, 16 janvier 2013).

⁸ Il *Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores*, all'articolo 7 prevede che, in caso di riduzione del capitale sociale (si rammenta che l'ordinamento della Spagna attualmente non prevede un regime analogo a quello del voto maggiorato italiano o francese), un azionista che abbia diritti di voto in misura superiore alle percentuali rilevanti non possa esercitare il diritto di voto in eccedenza senza fare un'offerta pubblica di acquisizione ("Si, mediante una reducción de capital en una sociedad cotizada, algún accionista llegara a alcanzar cualquiera de los porcentajes de derecho de voto señalados en el artículo 4, dicho socio no podrá ejercer los derechos políticos que excedan de tales porcentajes sin formular una oferta pública de adquisición").

volte citate (in senso critico rispetto a tale ricostruzione si è espresso **ABRIANI-BARCELLONA**; a favore di tale ricostruzione, *cfr.* **MARCHETTI-MOSCA**).

Resta fermo che, in luogo dell'adempimento dell'obbligo di OPA, il medesimo soggetto può cedere le azioni in eccedenza, o comunque ridurre i propri diritti di voto anche mediante rinuncia se consentita, in applicazione della disciplina sui superamenti temporanei [art. 49, co. 1, lett. e), del Regolamento Emittenti].

Infine, con riguardo alla limitazione all'esenzione proposta all'articolo 49, comma 1, lett. d-bis), del Regolamento Emittenti, alcuni contributi (**MARCHETTI-MOSCA**, **CONFINDUSTRIA** e **ASSONIME**) hanno evidenziato l'opportunità di valutare l'inserimento di un limite temporale di riferimento per gli acquisti effettuati in misura superiore alla soglia rilevante, al fine di circoscrivere la portata dell'obbligo di OPA.

Come già evidenziato nel documento di consultazione l'esenzione in esame e la relativa limitazione postulano necessariamente la non corrispondenza tra l'ammontare della partecipazione espressa sul capitale sociale (*i. e.* numero dei titoli emessi dall'emittente) e numero complessivo dei diritti di voto, come si può verificare nell'ipotesi in cui un soggetto acquisti più del 30% del capitale ma – per effetto della presenza di altri azionisti *loyal* – disponga di diritti di voto in misura inferiore a tale soglia. Pertanto, l'esenzione in esame, nei limiti anzidetti, non può che trovare applicazione al momento in cui le modifiche statutarie che introducono la maggiorazione del diritto di voto avranno piena operatività.

Gli acquisti di partecipazioni - in misura superiore alla soglia rilevante - posti in essere anteriormente alla piena operatività della maggiorazione del diritto di voto non possono rilevare, anche in assenza di una specifica previsione al riguardo, ai fini degli obblighi di offerta conseguenti al superamento della soglia di natura passiva, trattandosi di acquisti soggetti ad una diversa disciplina vigente al momento in cui essi sono stati posti in essere (alternativamente, obbligo di OPA ovvero esenzione).

Altri contributi hanno affrontato tematiche non oggetto del questionario, di seguito brevemente sintetizzate.

3.4.1 La determinazione del prezzo

Il contributo di **MARCHETTI-MOSCA** ha segnalato un aspetto concernente il corrispettivo dell'offerta obbligatoria in caso di maggiorazione del diritto di voto. In particolare, l'articolo 106, comma 2, seconda parte, del TUF, prevede che qualora *“non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria nel periodo indicato, l'offerta è promossa per tale categorie di titoli ad un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile. Il medesimo prezzo si applica, in mancanza di acquisti a un prezzo più elevato, in caso di superamento della soglia relativa ai diritti di voto per effetto della maggiorazione ai sensi dell'art. 127-quinquies”*.

Tale disposizione consente ad un offerente di pianificare l'incremento della propria partecipazione nella consapevolezza che solo il prezzo pagato per gli acquisti dei dodici mesi precedenti il superamento della soglia dovrà essere preso in considerazione nella determinazione del prezzo dell'offerta pubblica di acquisto. Diversamente, in caso di superamento della soglia relativa ai diritti di voto, per effetto della maggiorazione, il dato letterale della disposizione sembra prevedere un criterio parzialmente diverso, poiché ai fini della determinazione del prezzo dell'OPA, il prezzo "non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi" si applicherebbe in mancanza di acquisti "a un prezzo più elevato" e non in assenza di questi, come richiesto in via generale dalla medesima disposizione.

3.4.2 L'obbligo di OPA per superamento per "eccesso di velocità".

Alcuni partecipanti alla consultazione (**MARCHETTI-MOSCA** e **ABRIANI-BARCELLONA**) hanno chiesto di estendere la limitazione all'applicabilità della esenzione proposta - qualora il superamento della soglia sia determinato dalla riduzione del numero complessivo dei diritti di voto, salvo che il medesimo soggetto abbia acquistato una partecipazione che, calcolata in rapporto al numero complessivo dei titoli emessi dall'emittente che attribuiscono il diritto di voto sui medesimi argomenti, ecceda la soglia rilevante – anche agli obblighi di OPA da consolidamento.

L'articolo 46 del Regolamento Emittenti, in attuazione dell'articolo 106, comma 3, lett. *b*), del TUF, prevede un obbligo di offerta per i soggetti che, detenendo più del 30%, acquistino più del 5% in un arco temporale di dodici mesi.

Tale istituto, pur non essendo espressamente previsto dalla normativa comunitaria in materia, è presente in altri ordinamenti degli Stati membri dell'U.E. (tra i quali, Francia e Regno Unito), peraltro con regimi fortemente differenziati, e risponde alla finalità di garantire un diritto di *exit* agli azionisti di minoranza, in presenza di un mutamento "qualitativo" dell'influenza esercitata da un socio, la cui partecipazione si accresce sino a consentire l'esercizio del controllo di diritto. Siffatto mutamento si rifletterebbe in termini di svalutazione dei titoli, incidendo, peraltro, sulle vicende interne all'emittente. La necessità di contemperare la posizione dei piccoli azionisti con la possibilità per l'azionista controllante "di fatto" di incrementare la propria posizione mediante ulteriori investimenti nella società, è stata oggetto di approfondimento con la legge di conversione (legge 9 aprile 2009, n. 33) del c.d. "Decreto incentivi" per favorire la ripresa economica (decreto legge 10 febbraio 2009, n. 5), la quale ha innalzato la soglia rilevante dal 3% al 5% del capitale. Da ultimo, il citato decreto n. 91/2014 ha previsto, limitatamente alle società che rientrano nella definizione di PMI, la facoltà di *opt-out* statutario dell'obbligo di OPA da consolidamento, in regime temporaneo (*cf.* articolo 106, comma 3-*quater*, del TUF).

In accoglimento delle osservazioni pervenute, poiché comportano un rafforzamento della tutela degli azionisti di minoranza, nell'articolato finale si è pertanto integrato l'ultimo periodo

dell'articolo 49, comma 1, lett. *d-bis*), del Regolamento Emittenti, introducendo un richiamo anche al terzo comma, lett. *b*), dell'articolo 106 del TUF.

3.4.3 Gli obblighi ex art. 108 e 111 del TUF

Nel contributo di **GALBIATI-SACCHI** si ritiene condivisibile il rilievo – illustrato nel documento di consultazione - che l'obbligo di acquisto di cui all'articolo 108, commi 1 e 2, e il diritto di acquisto di cui all'articolo 111, del TUF, trovino applicazione tenendo conto della partecipazione calcolata in rapporto al numero complessivo dei titoli emessi dalla società, in considerazione della *ratio* delle citate disposizioni (*sell out* e *freeze out*).

3.4.4 Il dies a quo dell'obbligo di OPA

Con riguardo al momento dal quale decorre l'obbligo di promuovere un'OPA, in risposta a quanto richiesto da **GALBIATI-SACCHI**, **MARCHETTI-MOSCA** e **ABI**, si ribadisce quanto già rappresentato (*cf.* par. 2.4) con riferimento ai termini di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, tenuto conto che in ogni caso la partecipazione è rapportata al numero complessivo dei diritti di voto, comunicati dall'emittente ai sensi dell'articolo 85-*bis*, comma 4-*bis*, del Regolamento Emittenti, in forza del richiamo contenuto nell'articolo 44-*bis.1* (come evidenziato da **ASSONIME**).

Al riguardo, è opportuno distinguere l'ipotesi in cui il superamento della soglia rilevante ai fini dell'obbligo di OPA sia conseguente alla maggiorazione del diritto di voto del medesimo azionista (*a*), e l'ipotesi in cui il superamento della soglia sia conseguente ad un'operazione di acquisto di azioni (*b*).

Nell'ipotesi indicata dalla lettera *a*) il numeratore della partecipazione terrà conto del numero dei diritti di voto di cui l'azionista è titolare, mentre il denominatore terrà conto del numero complessivo dei diritti di voto a seguito della maggiorazione. Quanto all'ammontare di tale denominatore, trattandosi di un'informativa non disponibile all'azionista (tenuto conto che questi conosce l'ammontare complessivo dei diritti di voto precedentemente comunicato dalla società ma non ancora aggiornato), l'obbligo di comunicazione ai sensi dell'articolo 102, comma 1, del TUF, viene a configurarsi dalla data della successiva comunicazione dell'emittente *ex* articolo 85-*bis*, comma 4-*bis*, del Regolamento Emittenti. Nell'ipotesi indicata dalla lettera *b*), l'obbligo dovrà essere assolto dalla data in cui l'operazione è posta in essere, calcolando al denominatore il numero complessivo dei diritti di voto da ultimo comunicati dall'emittente, fermo restando che le società possono prevedere l'assegnazione del diritto di voto maggiorato all'azionista contestualmente alla comunicazione mensile dei diritti di voto ai sensi dell'articolo 85-*bis*, comma 4-*bis*, del Regolamento Emittenti.

ALLEGATO: 1. MODIFICHE REGOLAMENTO EMITTENTI – MAGGIORAZIONE DEL DIRITTO DI VOTO

ARTICOLATO IN CONSULTAZIONE	NOTE DI COMMENTO	ARTICOLATO AD ESITO DELLA CONSULTAZIONE
<p>(...)</p> <p style="text-align: center;">TITOLO IV Esercizio del DIRITTO DI VOTO</p> <p>(...)</p> <p style="text-align: center;">Capo III-bis (Maggiorazione del diritto di voto)</p> <p style="text-align: center;">Art. 143-<i>quater</i> (Iscrizione e cancellazione dall'elenco)</p> <p>1. Ove lo statuto non disponga diversamente, nelle società che consentono la maggiorazione del diritto di voto:</p> <p><i>a)</i> l'azionista che intende iscriversi nell'elenco previsto dall'articolo 127-<i>quinquies</i> esibisce all'emittente la certificazione prevista dall'articolo 83-<i>quinquies</i>, comma 3, del Testo unico;</p> <p><i>b)</i> ai fini dell'esercizio del voto maggiorato l'azionista esibisce all'emittente apposita certificazione, attestante altresì la durata della detenzione delle azioni per le quali il diritto di voto è oggetto della maggiorazione.</p> <p><i>c)</i> l'intermediario segnala all'emittente le operazioni di cessione delle azioni con diritto di voto maggiorato, secondo quanto previsto dall'articolo 127-<i>quinquies</i>, comma 3, del Testo unico, ai fini dell'adempimento degli obblighi previsti dall'articolo 85- <i>bis</i>.</p> <p>2. Le medesime società rendono noti, mediante</p>	<p>Tenuto conto delle osservazioni pervenute nel corso della consultazione si provvede a modificare il testo dell'articolo 143-<i>quater</i>. L'eliminazione dell'inciso “<i>Ove lo statuto non disponga diversamente</i>”, che era contenuto nel testo dell'articolo posto in consultazione, risponde alle richieste pervenute da alcuni commentatori di prevedere un quadro regolamentare che, pur non comprimendo l'autonomia eccessivamente l'autonomia statutaria in materia, sia idoneo garantire la certezza delle regole (in questo senso si sono espressi BVR PARTNERS, MARCHETTI-MOSCA, GALBIATI-SACCHI, CONFINDUSTRIA).</p> <p>Al comma 1 si specifica il contenuto informativo dell'elenco, in linea con quanto previsto all'articolo 2421, comma 1, n. 1, cod. civ. con riguardo al contenuto del libro dei soci. Pertanto, l'elenco dovrà contenere, oltre ai dati identificativi (tali intendendosi almeno il cognome e il nome dell'azionista interessato o la denominazione della persona giuridica), anche il numero delle azioni per le quali il medesimo soggetto ha richiesto l'iscrizione nell'elenco, con indicazione di eventuali trasferimenti di azioni a qualsiasi titolo, o vincoli di altra natura, incluse operazioni di pegno, usufrutto, sequestro, prestito titoli e riporto, e della data di iscrizione (cfr. modifiche al Provvedimento Unico).</p> <p>In apposita sezione dell'elenco, sono riportate le</p>	<p>(...)</p> <p style="text-align: center;">TITOLO IV DIRITTO DI VOTO</p> <p>(...)</p> <p style="text-align: center;">Capo III-bis (Maggiorazione del diritto di voto)</p> <p style="text-align: center;">Art. 143-<i>quater</i> (Contenuto dell'elenco)</p> <p>1. Nelle società che consentono la maggiorazione del diritto di voto , l'elenco previsto dall'articolo 127- <i>quinquies</i>, comma 2 , del Testo unico, contiene almeno le seguenti informazioni:</p> <p><i>a) i dati identificativi degli az ionisti che hanno richiesto l'iscrizione;</i></p> <p><i>b) il numero delle az ioni per le quali è stata richiesta l' iscrizione con indicazione d ei trasferimenti e dei vincoli ad esse relativi;</i></p> <p><i>c) la data di iscrizione.</i></p> <p>2. In apposita sezione dell'elenco sono altresì indicati:</p> <p><i>a) i dati identificativi degli az ionisti che hanno conseguito la maggiorazione del diritto di voto;</i></p> <p><i>b) il numero delle azioni con diritto di voto maggiorato, con indicazione dei trasferimenti e dei vincoli ad esse relativi, nonché degli atti di rinuncia;</i></p>

<p>pubblicazione nel proprio sito internet, i nominativi degli azionisti che hanno richiesto l'iscrizione nell'elenco, con indicazione delle relative partecipazioni, comunque superiori alla soglia indicata dall'articolo 120, comma 2, del Testo unico, e della data di iscrizione.</p>	<p>medesime informazioni con riferimento agli azionisti che hanno già maturato la <i>duration of ownership</i> richiesta ai fini della maggiorazione (comma 2). Tali informazioni saranno nella disponibilità dell'emittente in virtù delle comunicazioni pervenute da parte degli intermediari e sulla base dei flussi informativi eventualmente previsti dallo statuto, ovvero in relazione all'adempimento degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti (comma 3). Tale previsione, peraltro, consente l'allineamento delle informazioni pubblicate a norma dell'articolo 85-<i>bis</i> del Regolamento Emittenti, sull'ammontare complessivo dei diritti di voto, con le risultanze dell'elenco, la cui necessità è stata peraltro evidenziata da ASSONIME, CONFINDUSTRIA e MARCHETTI-MOSCA.</p> <p>Al comma 4 si specifica l'accessibilità delle medesime informazioni da parte dei soci secondo le regole ordinarie.</p> <p>Il comma 5 sancisce l'obbligo di pubblicazione su internet limitatamente ai soggetti iscritti, purché questi siano titolari di partecipazioni in misura rilevante contestualmente all'aggiornamento dell'elenco. Il termine entro il quale va effettuata la pubblicazione sul sito internet dell'emittente è il medesimo termine previsto ai fini dell'aggiornamento dell'elenco.</p> <p>Non si ritiene che l'indicazione specifica del numero complessivo delle azioni iscritte nell'elenco rappresenti un adempimento utile a rafforzare la trasparenza delle iscrizioni, come richiesto da FRONTIS GOVERNANCE. Quand'anche si prevedesse tale obbligo, in assenza di un'informativa sulle singole date di</p>	<p>c) la data di conseguimento della maggiorazione del diritto di voto.</p> <p>3. Le società aggiornano l'elenco in conformità alle comunicazioni e alle segnalazioni effettuate dagli intermediari, secondo quanto previsto dal Testo unico e dalla relativa disciplina di attuazione, nonché sulla base delle eventuali comunicazioni ricevute dagli azionisti, entro il termine eventualmente previsto dallo statuto e comunque nel rispetto di quanto disposto dall'articolo 85-<i>bis</i>, comma 4-<i>bis</i>.</p> <p>4. Le risultanze dell'elenco sono messe a disposizione dei soci, a loro richiesta, anche su supporto informatico in un formato comunemente utilizzato.</p> <p>5. Fermo restando quanto previsto dal comma precedente, le società rendono noti, mediante pubblicazione nel proprio sito internet, i dati identificativi degli azionisti che hanno richiesto l'iscrizione nell'elenco, con indicazione delle relative partecipazioni, comunque superiori alla soglia indicata dall'articolo 120, comma 2, del Testo unico, e della data di iscrizione, entro il termine previsto dal comma 3.</p>
--	--	--

CONSOB

	<p>iscrizione, non sarebbe comunque possibile prevedere <i>ex ante</i> l'effettiva distribuzione dei diritti di voto, decorso il termine richiesto ai fini della maggiorazione.</p>	
--	---	--

2. MODIFICHE REGOLAMENTO EMITTENTI – ASSETTI PROPRIETARI E PATTI PARASOCIALI

ARTICOLATO IN CONSULTAZIONE	NOTE DI COMMENTO	ARTICOLATO AD ESITO DELLA CONSULTAZIONE
<p>Regolamento Emittenti (...)</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;">Capo II Comunicazioni al pubblico</p> <p>(...)</p> <p style="text-align: center;">Sezione VI Altre informazioni</p> <p>(...)</p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 85-bis</u> (Modifiche del capitale sociale e dei diritti di voto)</p> <p>1. Gli emittenti azioni, in occasione di modifiche del capitale sociale, comunicano l'ammontare del capitale, il numero e le categorie di azioni in cui questo è suddiviso: a) al pubblico, con le modalità indicate dagli articoli 65-<i>quinquies</i>, 65-<i>sexies</i> e 65-<i>septies</i>, e b) alla Consob, mediante il sistema di Teleraccolta, secondo le specifiche modalità indicate dalla stessa con propria</p>	<p>Circa il termine previsto per l'informativa concernente il numero complessivo dei diritti di voto, in accoglimento dall'osservazione pervenuta da COMPUTERSHARE e ASSONIME, si specifica nel testo dell'articolo 85-<i>bis</i>, comma 4-<i>bis</i>, che si riferisce a <u>cinque giorni di mercato aperto</u>.</p> <p>In relazione a quanto osservato da CONFINDUSTRIA, l'obbligo di pubblicazione dell'ammontare complessivo dei diritti di voto consegue a variazioni di quest'ultimo senza che rilevino le mere variazioni del numero di azioni che compongono il capitale, di cui comunque va fornita indicazione specifica (come richiesto da BORSA ITALIANA).</p> <p>Inoltre, in parziale accoglimento delle osservazioni pervenute da LEGANCE e CLEARY-GOTTLIEB, è opportuno prevedere che la medesima informativa debba essere prevista entro il giorno successivo alla data di registrazione piuttosto che entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, tenuto conto dell'importanza che può assumere tale informazione con</p>	<p>Regolamento Emittenti (...)</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;">Capo II Comunicazioni al pubblico</p> <p>(...)</p> <p style="text-align: center;">Sezione VI Altre informazioni</p> <p>(...)</p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 85-bis</u> (Modifiche del capitale sociale e dei diritti di voto)</p> <p>1. Gli emittenti azioni, in occasione di modifiche del capitale sociale, comunicano l'ammontare del capitale, il numero e le categorie di azioni in cui questo è suddiviso: a) al pubblico, con le modalità indicate dagli articoli 65-<i>quinquies</i>, 65-<i>sexies</i> e 65-<i>septies</i>, e b) alla Consob, mediante il sistema di Teleraccolta, secondo le specifiche modalità</p>

<p>comunicazione.</p> <p>2. La comunicazione prevista dal comma 1 è effettuata entro il giorno successivo:</p> <p>a) al deposito presso il registro delle imprese dell'attestazione dell'aumento di capitale prevista dagli articoli 2420-<i>bis</i>, comma 3, e 2444, comma 1, del codice civile;</p> <p>b) a quello in cui la deliberazione di riduzione del capitale può essere eseguita ai sensi dell'articolo 2445, comma 3, del codice civile;</p> <p>c) alla data di decorrenza degli effetti della fusione o della scissione ai sensi degli articoli 2504-<i>bis</i> e 2506-<i>quater</i> del codice civile.</p> <p>3. La comunicazione è effettuata entro cinque giorni dall' iscrizione presso il registro delle imprese:</p> <p>a) della delibera di aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile o di riduzione del capitale per perdite;</p> <p>b) delle delibere dell'assemblea generale e dell'assemblea speciale che dispongono la conversione obbligatoria di azioni di una categoria in azioni di altra categoria.</p> <p>4. Nelle altre ipotesi di variazione del capitale, la comunicazione è effettuata entro il giorno successivo al deposito, previsto dall'articolo 2436, comma 6, del codice civile, dello statuto modificato.</p> <p>4-bis. Nel caso in cui lo statuto preveda la maggiorazione del diritto di voto ai sensi dell'articolo 127- <i>quinquies</i>, ovvero l'emissione di azioni con diritto di voto plurimo ai sensi dell'articolo 127-<i>sexies</i> del</p>	<p>riguardo, tra le altre, al calcolo dei <i>quorum</i> costitutivi e deliberativi. Tale previsione consente, infatti, a tutti gli azionisti di conoscere agevolmente l'attuale peso dei propri diritti di voto, in termini percentuali, rispetto al numero complessivo dei diritti esercitabili in assemblea.</p>	<p>indicate dalla stessa con propria comunicazione.</p> <p>2. La comunicazione prevista dal comma 1 è effettuata entro il giorno successivo:</p> <p>a) al deposito presso il registro delle imprese dell'attestazione dell'aumento di capitale prevista dagli articoli 2420-<i>bis</i>, comma 3, e 2444, comma 1, del codice civile;</p> <p>b) a quello in cui la deliberazione di riduzione del capitale può essere eseguita ai sensi dell'articolo 2445, comma 3, del codice civile;</p> <p>c) alla data di decorrenza degli effetti della fusione o della scissione ai sensi degli articoli 2504-<i>bis</i> e 2506-<i>quater</i> del codice civile.</p> <p>3. La comunicazione è effettuata entro cinque giorni dall'iscrizione presso il registro delle imprese:</p> <p>a) della delibera di aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile o di riduzione del capitale per perdite;</p> <p>b) delle delibere dell'assemblea generale e dell'assemblea speciale che dispongono la conversione obbligatoria di azioni di una categoria in azioni di altra categoria.</p> <p>4. Nelle altre ipotesi di variazione del capitale, la comunicazione è effettuata entro il giorno successivo al deposito, previsto dall'articolo 2436, comma 6, del codice civile, dello statuto modificato.</p> <p>4-<i>bis</i>. Nel caso in cui lo statuto preveda la maggiorazione del diritto di voto ai sensi dell'articolo 127-<i>quinquies</i>, ovvero l'emissione di azioni con diritto di voto</p>
---	--	--

<p>Testo unico, fermo restando quanto previsto dai commi precedenti, l'emittente comunica al pubblico e alla Consob l'ammontare complessivo dei diritti di voto e delle azioni, con le modalità indicate al comma 1, entro cinque giorni dalla fine di ciascun mese di calendario durante il quale ha accertato un aumento o una diminuzione di tale ammontare, nonché entro il termine e di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea.</p>		<p>plurimo ai sensi dell'articolo 127-<i>sexies</i> del Testo unico, fermo restando quanto previsto dai commi precedenti, l'emittente comunica al pubblico e alla Consob l'ammontare complessivo dei diritti di voto, con indicazione del numero di azioni che compongono il capitale, con le modalità indicate al comma 1, entro il quinto giorno di mercato aperto dalla fine di ciascun mese di calendario durante il quale ha accertato un aumento o una diminuzione di tale ammontare, nonché entro il giorno successivo alla data indicata nell'articolo 83-<i>sexies</i>, comma 2, del Testo unico.</p>
<p style="text-align: center;">TITOLO III ASSETTI PROPRIETARI</p> <p style="text-align: center;">Capo I Partecipazioni rilevanti</p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 116-terdecies</u> (Definizioni)</p> <p>1. Ai fini del presente Capo si intendono per: a) "emittenti azioni quotate": emittenti azioni quotate aventi l'Italia come Stato membro d'origine ai sensi dell'articolo 1, comma 1, lettera w-quater, numeri 1 e 3, del Testo unico; b) "azioni": azioni emesse e sottoscritte che conferiscono, anche condizionatamente, diritti di voto;</p>		<p style="text-align: center;">TITOLO III ASSETTI PROPRIETARI</p> <p style="text-align: center;">Capo I Partecipazioni rilevanti</p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 116-terdecies</u> (Definizioni)</p> <p>1. Ai fini del presente Capo si intendono per: a) "emittenti azioni quotate": emittenti azioni quotate aventi l'Italia come Stato membro d'origine ai sensi dell'articolo 1, comma 1, lettera w-quater, numeri 1 e 3, del Testo unico; b) "azioni": azioni emesse e sottoscritte che conferiscono, anche condizionatamente, diritti di voto;</p>

<p>c) “capitale sociale”: capitale sottoscritto, quale risulta dallo statuto pubblicato ai sensi della normativa vigente, rappresentato da azioni che conferiscono diritto di voto, anche qualora tale diritto sia sospeso; nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, per capitale sociale si intende il numero complessivo dei diritti di voto, anche qualora tali diritti siano sospesi; (...)</p>		<p>c) “capitale sociale”: capitale sottoscritto, quale risulta dallo statuto pubblicato ai sensi della normativa vigente, rappresentato da azioni che conferiscono diritto di voto, anche qualora tale diritto sia sospeso; nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, per capitale sociale si intende il numero complessivo dei diritti di voto, anche qualora tali diritti siano sospesi; (...)</p>
<p style="text-align: center;">Sezione I Partecipazioni in emittenti quotati</p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 117</u> (Comunicazione delle partecipazioni rilevanti)</p> <p>1. Coloro che partecipano al capitale sociale di un emittente azioni quotate comunicano alla società partecipata e alla Consob: a) il superamento della soglia del 2%; b) il raggiungimento o il superamento delle soglie del 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66,6%, 90% e 95% ; c) la riduzione della partecipazione al di sotto delle soglie indicate alle lettere a) e b).</p> <p>2. Gli obblighi previsti al comma 1 si applicano anche a coloro che raggiungono o superano le soglie di cui al indicate dalla lettera b) del medesimo comma, ovvero riducono la partecipazione al di sotto delle</p>	<p>Si condivide il rilievo espresso da ASSONIME e COMPUTERSHARE circa la specificazione della soglia minima per le società diverse dalle PMI.</p> <p>Si accoglie un suggerimento proposto da ABRIANI-BARCELLONA.</p>	<p style="text-align: center;">Sezione I Partecipazioni in emittenti quotati</p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 117</u> (Comunicazione delle partecipazioni rilevanti)</p> <p>1. Coloro che partecipano al capitale sociale di un emittente azioni quotate comunicano alla società partecipata e alla Consob: a) il superamento della soglia del 2% nel caso in cui la società non sia una PMI; b) il raggiungimento o il superamento delle soglie del 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66,6%, 90% e 95% ; c) la riduzione della partecipazione al di sotto delle soglie indicate alle lettere a) e b).</p> <p>2. Agli obblighi previsti al comma 1 sono soggetti anche si applicano anche a coloro che raggiungono o superano le soglie indicate dalla lettera b) del medesimo comma, ovvero</p>

<p>medesime, a seguito di eventi che comportano modifiche del capitale sociale e sulla base delle informazioni pubblicate dall'emittente azioni quotate ai sensi dell'articolo 98 85-bis.</p>		<p>riducono la partecipazione al di sotto delle medesime, a seguito di eventi che comportano modifiche del capitale sociale e sulla base delle informazioni pubblicate dall'emittente azioni quotate ai sensi dell'articolo 85-bis.</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 118</u> (Criteri di calcolo delle partecipazioni)</p> <p>(...)</p> <p>3-bis. Nelle ipotesi di maggiorazione del diritto di voto ovvero di emissione di azioni a voto plurimo, ferma restando la disciplina del presente articolo, per partecipazioni si intende il numero dei diritti di voto riferiti alle azioni oggetto di comunicazione.</p> <p>(...)</p>		<p style="text-align: center;"><u>Art. 118</u> (Criteri di calcolo delle partecipazioni)</p> <p>(...)</p> <p>3-bis. Nelle ipotesi di maggiorazione del diritto di voto ovvero di emissione di azioni a voto plurimo, ferma restando la disciplina del presente articolo, per partecipazioni si intende il numero dei diritti di voto riferiti alle azioni oggetto di comunicazione.</p> <p>(...)</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 120</u> (Trasparenza sugli aderenti a patti parasociali)</p> <p>1. Coloro che detengono una partecipazione inferiore alla soglia del 2%, ovvero, nel caso in cui l'emittente sia una PMI, del 5%, e aderiscono ad un patto parasociale rilevante ai sensi dell'articolo 122, commi 1 e 5, lettere a) e d), del Testo unico, computano, ai fini degli obblighi di comunicazione di cui all'articolo 117, relativi alle soglie del 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% e 66,6%, anche le azioni i diritti di voto riferiti alle azioni conferite—nel patto dagli altri aderenti, indicando:</p>		<p style="text-align: center;"><u>Art. 120</u> (Trasparenza sugli aderenti a patti parasociali)</p> <p>1. Coloro che detengono una partecipazione inferiore alla soglia del 2%, ovvero, nel caso in cui l'emittente sia una PMI, del 5%, e aderiscono ad un patto parasociale rilevante ai sensi dell'articolo 122, commi 1 e 5, lettere a) e d), del Testo unico, computano, ai fini degli obblighi di comunicazione di cui all'articolo 117, relativi alle soglie del 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% e 66,6%, anche i diritti di voto riferiti alle azioni conferiti nel patto dagli altri aderenti, indicando:</p> <p>a) i diritti di voto riferiti alle azioni</p>

<p>a) le azioni i diritti di voto riferiti alle azioni complessivamente conferite nel patto; b) le proprie azioni i propri diritti di voto riferiti alle azioni conferite nel patto; c) le proprie ulteriori azioni i propri ulteriori diritti di voto riferiti alle azioni non conferite nel patto.</p> <p>2. La comunicazione di cui al comma 1 è dovuta anche da chi aderisce al patto parasociale tramite interposte persone o fiduciari e da chi controlla l'aderente al patto.</p> <p>3. La comunicazione è effettuata secondo le indicazioni contenute nell'Allegato 4B nei termini di cui all'articolo 121, comma 1.</p> <p>4. La comunicazione non è dovuta se le medesime informazioni sono rese pubbliche con l'estratto previsto all'articolo 122 del Testo unico pubblicato nei termini e con le modalità previsti dagli articoli 121, comma 1, e 129.</p>		<p>complessivamente conferiti nel patto; b) i propri diritti di voto riferiti alle azioni conferiti nel patto; c) i propri ulteriori diritti di voto riferiti alle azioni non conferiti nel patto.</p> <p>2. La comunicazione di cui al comma 1 è dovuta anche da chi aderisce al patto parasociale tramite interposte persone o fiduciari e da chi controlla l'aderente al patto.</p> <p>3. La comunicazione è effettuata nei termini di cui all'articolo 121, comma 1.</p> <p>4. La comunicazione non è dovuta se le medesime informazioni sono rese pubbliche con l'estratto previsto all'articolo 122 del Testo unico pubblicato nei termini e con le modalità previsti dagli articoli 121, comma 1, e 129.</p>
		<p style="text-align: center;"><u>Art. 121</u> (Termini e modalità di comunicazione)</p> <p>1. La comunicazione delle partecipazioni, anche potenziali, e della posizione lunga complessiva, è effettuata senza indugio e comunque entro cinque giorni di negoziazione, decorrenti dal giorno dell'operazione idonea a determinare il sorgere dell'obbligo, indipendentemente dalla data di esecuzione, ovvero da quello in cui il soggetto tenuto all'obbligo è informato degli eventi che comportano modifiche del capitale</p>

	<p>L'introduzione del comma 1-bis (non contenuta nel documento di consultazione), è effettuata in accoglimento delle osservazioni pervenute da ASSONIME e ASSOGESTIONI.</p>	<p>sociale di cui all'articolo 117, comma 2. 1-bis. Fermo restando quanto previsto dal comma precedente, nei casi di superamento delle soglie indicate dall'articolo 117, comma 1, o di riduzione al di sotto delle stesse, conseguenti alla maggioranza del diritto di voto o alla rinuncia alla stessa, la comunicazione è effettuata senza indugio e comunque entro cinque giorni di negoziazione dalla successiva pubblicazione del numero complessivo dei diritti di voto ai sensi dell'articolo 85-bis, comma 4-bis. 2. La comunicazione è effettuata mediante l'utilizzo dei modelli previsti nell'Allegato 4A. 3. Qualora più soggetti non legati da rapporti di controllo siano tenuti ad obblighi di comunicazione relativi alla medesima partecipazione, tali obblighi possono essere assolti anche da uno solo di essi, purché sia garantita la completezza delle informazioni dovute da tutti i soggetti interessati anche in relazione ad eventuali ulteriori partecipazioni detenute da ciascuno di essi e ferma restando la responsabilità dei singoli soggetti tenuti alla comunicazione.</p>
<p>Capo II Patti parasociali</p> <p>Sezione I Comunicazione del patto</p>		<p>Capo II Patti parasociali</p> <p>Sezione I Comunicazione del patto</p>

<p>(...)</p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 128</u> (Altre comunicazioni)</p> <p>1. Entro cinque giorni dal loro perfezionamento sono comunicate alla Consob:</p> <p>(...)</p> <p>b) le variazioni delle azioni dei diritti di voto riferiti alle azioni e degli strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione di azioni complessivamente o singolarmente apportati al patto e delle altre informazioni previste dall'articolo 130, comma 1, lettera b) e c) qualora dette variazioni non debbano essere comunicate ai sensi della precedente lettera a);</p> <p>(...)</p>		<p>(...)</p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 128</u> (Altre comunicazioni)</p> <p>1. Entro cinque giorni dal loro perfezionamento sono comunicate alla Consob:</p> <p>(...)</p> <p>b) le variazioni dei diritti di voto riferiti alle azioni e degli strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione di azioni complessivamente o singolarmente apportati al patto e delle altre informazioni previste dall'articolo 130, comma 1, lettera b) e c) qualora dette variazioni non debbano essere comunicate ai sensi della precedente lettera a);</p> <p>(...)</p>
<p style="text-align: center;">CAPO II PATTI PARASOCIALI</p> <p>(...)</p> <p style="text-align: center;">Sezione II Estratto del patto</p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 129</u> (Contenuto e modalità di pubblicazione dell'estratto)</p> <p>1. L'estratto è pubblicato su un quotidiano a diffusione nazionale e contiene almeno l'indicazione del tipo di patto, la percentuale</p>		<p style="text-align: center;">CAPO II PATTI PARASOCIALI</p> <p>(...)</p> <p style="text-align: center;">Sezione II Estratto del patto</p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 129</u> (Contenuto e modalità di pubblicazione dell'estratto)</p> <p>1. L'estratto è pubblicato su un quotidiano a diffusione nazionale e contiene almeno l'indicazione del tipo di patto, la percentuale</p>

<p>complessiva del capitale sociale, avente diritto di voto, ovvero il numero complessivo dei diritti di voto conferiti nel patto, la denominazione dell'emittente e degli aderenti nonché l'indirizzo del sito internet dove sono pubblicate le informazioni essenziali indicate nell'articolo 130. Nei patti conclusi in forma associativa e in quelli conclusi fra più di cinquanta soggetti, le informazioni relative agli aderenti, aventi una partecipazione non superiore all'1%, possono essere sostituite dall'indicazione del numero complessivo di tali soggetti.</p> <p>2. Contestualmente alla pubblicazione, l'estratto è inviato alla società i cui strumenti finanziari sono oggetto del patto e, per la diffusione dello stesso, alla società di gestione del mercato che ne cura la diffusione al pubblico, con le modalità indicate dagli articoli 65-quinquies, 65-sexies e 65-septies.</p>	<p>Si ritiene opportuno precisare che il soggetto destinatario dell'estratto sia l'emittente quotato nei confronti del quale il patto assume rilevanza, in considerazione altresì del fatto che tale soggetto deve garantire la diffusione del medesimo.</p>	<p>complessiva del capitale sociale, avente diritto di voto, ovvero il numero complessivo dei diritti di voto conferiti nel patto, la denominazione dell'emittente e degli aderenti nonché l'indirizzo del sito internet dove sono pubblicate le informazioni essenziali indicate nell'articolo 130. Nei patti conclusi in forma associativa e in quelli conclusi fra più di cinquanta soggetti, le informazioni relative agli aderenti, aventi una partecipazione non superiore all'1%, possono essere sostituite dall'indicazione del numero complessivo di tali soggetti.</p> <p>2. Contestualmente alla pubblicazione, l'estratto è inviato alla società quotata che ne cura la diffusione al pubblico, con le modalità indicate dagli articoli 65-quinquies, 65-sexies e 65-septies.</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 130</u> (Informazioni essenziali)</p> <p>1. Nel sito internet indicato ai sensi dell'articolo 129 sono riportate le informazioni necessarie per una compiuta valutazione del patto e almeno le seguenti indicazioni:</p> <p>a) la società i cui strumenti finanziari sono oggetto del patto;</p> <p>b) il numero delle azioni dei diritti di voto riferiti alle azioni e degli strumenti finanziari</p>		<p style="text-align: center;"><u>Art. 130</u> (Informazioni essenziali)</p> <p>1. Nel sito internet indicato ai sensi dell'articolo 129 sono riportate le informazioni necessarie per una compiuta valutazione del patto e almeno le seguenti indicazioni:</p> <p>a) la società i cui strumenti finanziari sono oggetto del patto;</p> <p>b) il numero dei diritti di voto riferiti alle azioni e degli strumenti finanziari che</p>

<p>che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione di azioni o diritti di voto ai sensi dell'articolo 2351, ultimo comma, del codice civile, complessivamente conferiti, la loro percentuale rispetto al numero totale delle azioni rappresentative dei diritti di voto rappresentativi del capitale sociale e degli strumenti finanziari emessi della medesima categoria e, nel caso di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o sottoscrizione, il numero complessivo delle azioni dei diritti di voto riferibili alle azioni che possono essere acquistate o sottoscritte;</p> <p>c) i soggetti aderenti al patto, esplicitando:</p> <ul style="list-style-type: none"> - il numero delle azioni dei diritti di voto riferiti alle azioni o degli strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione di azioni o diritti di voto ai sensi dell'articolo 2351, ultimo comma, del codice civile, da ciascuno conferiti; - le percentuali delle azioni dei diritti di voto riferiti alle azioni da ciascuno conferite rispetto al numero totale delle azioni dei diritti di voto conferite e al numero totale delle azioni della medesima categoria rappresentative del capitale sociale; se il patto ha ad oggetto strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione di azioni o diritti di voto ai sensi dell'articolo 2351, ultimo comma, del codice civile, le percentuali di strumenti da ciascuno conferiti rispetto al numero totale degli strumenti conferiti e al numero totale 		<p>attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione di azioni o diritti di voto ai sensi dell'articolo 2351, ultimo comma, del codice civile, complessivamente conferiti, la loro percentuale rispetto al numero totale dei diritti di voto rappresentativi del capitale sociale e degli strumenti finanziari emessi della medesima categoria e, nel caso di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o sottoscrizione, il numero complessivo dei diritti di voto riferibili alle azioni che possono essere acquistate o sottoscritte;</p> <p>c) i soggetti aderenti al patto, esplicitando:</p> <ul style="list-style-type: none"> - il numero dei diritti di voto riferiti alle azioni o degli strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione di azioni o diritti di voto ai sensi dell'articolo 2351, ultimo comma, del codice civile, da ciascuno conferiti; - le percentuali dei diritti di voto riferiti alle azioni da ciascuno conferiti rispetto al numero totale dei diritti di voto conferiti e al numero totale delle azioni della medesima categoria rappresentative del capitale sociale; se il patto ha ad oggetto strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione di azioni o diritti di voto ai sensi dell'articolo 2351, ultimo comma, del codice civile, le percentuali di strumenti da ciascuno conferiti rispetto al numero totale degli strumenti conferiti e al numero totale degli strumenti emessi della medesima
---	--	--

<p>degli strumenti emessi della medesima categoria nonché il numero delle azioni che possono essere acquistate o sottoscritte;</p> <p>- il soggetto che in virtù del patto esercita il controllo della società o che è in grado di determinare la nomina di un componente dell'organo di amministrazione o controllo riservata a strumenti finanziari.</p> <p>Nei patti conclusi in forma associativa e in quelli conclusi fra più di cinquanta soggetti, le informazioni relative agli aderenti aventi una partecipazione non superiore all'1% possono essere sostituite dall'indicazione del numero complessivo di tali soggetti, del numero dei diritti di voto riferiti alle delle azioni complessivamente conferite e delle percentuali da queste rappresentate rispetto ai parametri sopra indicati. Entro sette giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea di bilancio della società, ovvero dell'assemblea convocata ai sensi dell'articolo 2364-bis del codice civile, è trasmesso alla società stessa un elenco contenente l'indicazione aggiornata delle generalità di tutti gli aderenti e del numero delle azioni dei diritti di voto riferiti alle azioni da ciascuno conferite. L'elenco è reso disponibile dalla società per la consultazione da parte del pubblico;</p> <p>d) il contenuto e la durata del patto, precisandone la data di stipula e la relativa efficacia;</p> <p>e) l'ufficio del registro delle imprese presso</p>		<p>categoria nonché il numero delle azioni che possono essere acquistate o sottoscritte;</p> <p>- il soggetto che in virtù del patto esercita il controllo della società o che è in grado di determinare la nomina di un componente dell'organo di amministrazione o controllo riservata a strumenti finanziari.</p> <p>Nei patti conclusi in forma associativa e in quelli conclusi fra più di cinquanta soggetti, le informazioni relative agli aderenti aventi una partecipazione non superiore all'1% possono essere sostituite dall'indicazione del numero complessivo di tali soggetti, del numero dei diritti di voto riferiti alle azioni complessivamente conferiti e delle percentuali da queste rappresentate rispetto ai parametri sopra indicati. Entro sette giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea di bilancio della società, ovvero dell'assemblea convocata ai sensi dell'articolo 2364-bis del codice civile, è trasmesso alla società stessa un elenco contenente l'indicazione aggiornata delle generalità di tutti gli aderenti e del numero dei diritti di voto riferiti alle azioni da ciascuno conferiti. L'elenco è reso disponibile dalla società per la consultazione da parte del pubblico;</p> <p>d) il contenuto e la durata del patto, precisandone la data di stipula e la relativa efficacia;</p> <p>e) l'ufficio del registro delle imprese presso cui il patto è depositato e la data del deposito.</p>
--	--	---

<p>cui il patto è depositato, e la data e gli estremi del deposito.</p> <p>2. Le informazioni previste dal comma 1, lettera c) sono integrate, se oggetto di previsione nell'accordo, dall'indicazione:</p> <p>a) del tipo di patto tra quelli previsti dall'articolo 122, commi 1 e 5, del Testo unico;</p> <p>b) degli organi del patto, dei compiti ad essi attribuiti e delle modalità di composizione e di funzionamento;</p> <p>c) della disciplina del rinnovo del patto e del recesso dallo stesso;</p> <p>d) delle clausole penali;</p> <p>e) del soggetto presso il quale gli strumenti finanziari sono depositati.</p> <p>3. Qualora con la pubblicazione dell'estratto e delle informazioni essenziali nel sito internet si intenda assolvere anche agli obblighi di cui all'articolo 120, dovranno altresì essere pubblicati:</p> <p>a) l'indicazione dei soggetti che controllano gli aderenti al patto;</p> <p>b) il numero delle azioni detenute dei diritti di voto riferiti alle azioni degli aderenti e non conferite al patto.</p>		<p>2. Le informazioni previste dal comma 1, lettera c) sono integrate, se oggetto di previsione nell'accordo, dall'indicazione:</p> <p>a) del tipo di patto tra quelli previsti dall'articolo 122, commi 1 e 5, del Testo unico;</p> <p>b) degli organi del patto, dei compiti ad essi attribuiti e delle modalità di composizione e di funzionamento;</p> <p>c) della disciplina del rinnovo del patto e del recesso dallo stesso;</p> <p>d) delle clausole penali;</p> <p>e) del soggetto presso il quale gli strumenti finanziari sono depositati.</p> <p>3. Qualora con la pubblicazione dell'estratto e delle informazioni essenziali nel sito internet si intenda assolvere anche agli obblighi di cui all'articolo 120, dovranno altresì essere pubblicati:</p> <p>a) l'indicazione dei soggetti che controllano gli aderenti al patto;</p> <p>b) il numero dei diritti di voto riferiti alle azioni degli aderenti e non conferiti al patto.</p> <p>c) della disciplina del rinnovo del patto e del recesso dallo stesso;</p> <p>d) delle clausole penali;</p> <p>e) del soggetto presso il quale gli strumenti finanziari sono depositati.</p> <p>3. Qualora con la pubblicazione dell'estratto e delle informazioni essenziali nel sito internet si intenda assolvere anche agli obblighi di cui all'articolo 120, dovranno altresì essere pubblicati:</p>
--	--	--

		<p>a) l'indicazione dei soggetti che controllano gli aderenti al patto; b) il numero dei diritti di voto riferiti alle azioni degli aderenti e non conferiti al patto.</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 131</u> (Variazioni, rinnovo e scioglimento del patto)</p> <p>1. In occasione di modifiche di clausole del patto cui si riferiscono le informazioni previste dall' articolo 130, è pubblicato un estratto secondo le disposizioni dell'articolo 129 degli articoli precedenti, contenente l'indicazione del sito internet dove sono pubblicate le informazioni essenziali con l'evidenza la notizia delle di tali modifiche intervenute e l'indicazione del sito internet in cui sono pubblicate le informazioni essenziali indicate all'articolo 130 aggiornate alle modifiche intervenute.</p> <p>2. In occasione di Le modifiche, diverse da quelle riguardanti l'ingresso e l'uscita dal patto dei soggetti aderenti, relative esclusivamente al numero dei diritti di voto riferiti alle azioni o degli strumenti finanziari conferiti nel patto e alle percentuali menzionate nell'articolo 130, comma 1, lettere b) e c), secondo alinea, sono pubblicate le informazioni essenziali aggiornate con le modifiche intervenute, entro cinque giorni dal loro perfezionamento nel medesimo sito internet indicato nell'estratto pubblicato ai sensi dell'articolo 129, comma 1 dalla conclusione di ciascun semestre dell'esercizio,</p>	<p>Si procede all'integrale sostituzione dell'articolo 131 e conseguentemente si modifica la numerazione dei relativi commi.</p> <p>Si ritiene opportuno, per maggiore chiarezza, accogliere il suggerimento di CLEARY-GOTTLIEB di eliminare dal comma 2 la precisazione sull'esclusione dal regime di tale comma delle modifiche relative all'ingresso e l'uscita dal patto di soggetti aderenti, ricollocandola nel contempo nel precedente comma 1 del medesimo articolo Alla luce dell'osservazione formulata da COMPUTERSHARE successivamente descritta si è ritenuto opportuno integrare il comma 2 precisando che le informazioni essenziali</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 131</u> (Variazioni, rinnovo e scioglimento del patto)</p> <p>1. In occasione di modifiche di clausole del patto cui si riferiscono le informazioni previste dall' articolo 130, ovvero di modifiche dei soggetti aderenti al patto, è pubblicato un estratto secondo le disposizioni dell'articolo 129 contenente la notizia di tali modifiche e l'indicazione del sito internet in cui sono pubblicate le informazioni essenziali indicate all'articolo 130 aggiornate alle modifiche intervenute.</p> <p>2. In occasione di modifiche, diverse da quelle riguardanti l'ingresso e l'uscita dal patto dei soggetti aderenti, relative esclusivamente al numero dei diritti di voto riferiti alle azioni o degli strumenti finanziari conferiti nel patto e alle percentuali menzionate nell'articolo 130, comma 1, lettere b) e c), secondo alinea, sono pubblicate le informazioni essenziali aggiornate con le modifiche intervenute, entro cinque giorni dal loro perfezionamento nel medesimo sito internet indicato nell'estratto in precedenza pubblicato ai sensi dell'articolo 129, comma 1.</p> <p>3. In deroga a quanto disposto dal comma precedente, qualora nessuna delle percentuali</p>

<i>quinquies, 65-sexies e 65-septies.</i>		
---	--	--

3. MODIFICHE REGOLAMENTO EMITTENTI – OPA OBBLIGATORIA

ARTICOLATO IN CONSULTAZIONE	NOTE DI COMMENTO	ARTICOLATO AD ESITO DELLA CONSULTAZIONE
<p>Regolamento Emittenti</p> <p>(...)</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>(...)</p> <p style="text-align: center;">Capo II</p> <p style="text-align: center;">Offerte pubbliche di acquisto obbligatorie</p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 44-bis</u></p> <p style="text-align: center;">(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>Regolamento Emittenti</p> <p>(...)</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>(...)</p> <p style="text-align: center;">Capo II</p> <p style="text-align: center;">Offerte pubbliche di acquisto obbligatorie</p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 44-bis</u></p> <p style="text-align: center;">(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</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 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>3. Nei casi previsti dal comma 2, le relazioni sulle materie all'ordine del giorno previste dall'articolo 125-ter del Testo unico contengono informazioni dettagliate circa l'efficacia esimente dall'obbligo di offerta derivante dall'approvazione della delibera secondo le modalità indicate dal presente articolo.</p> <p>4. Ai fini del calcolo della partecipazione indicata nel comma 1, non sono escluse dal capitale sociale le azioni proprie acquistate per effetto di operazioni poste in essere:</p> <p>a) secondo le modalità indicate dalla delibera Consob n. 16839 del 19 marzo 2009, per la conservazione e disposizione dei titoli per l'impiego come corrispettivo in operazioni straordinarie, anche di scambio di partecipazioni, già deliberate;</p> <p>b) per l'adempimento delle obbligazioni</p>		<p>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, <i>1-bis</i>, <i>1-ter</i> e 3, lettera b), del Testo unico, consegua ad acquisti di azioni proprie, effettuati, anche indirettamente, da parte dell'emittente in esecuzione di una delibera che, fermo quanto previsto dagli articoli 2368 e 2369 del codice civile, sia stata approvata anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci dell'emittente, presenti in assemblea, diversi dal socio o da soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al 10 per cento.</p> <p>3. Nei casi previsti dal comma 2, le relazioni sulle materie all'ordine del giorno previste dall'articolo 125-ter del Testo unico contengono informazioni dettagliate circa l'efficacia esimente dall'obbligo di offerta derivante dall'approvazione della delibera secondo le modalità indicate dal presente articolo.</p> <p>4. Ai fini del calcolo della partecipazione indicata nel comma 1, non sono escluse dal capitale sociale le azioni proprie acquistate per effetto di operazioni poste in essere:</p> <p>a) secondo le modalità indicate dalla delibera Consob n. 16839 del 19 marzo 2009, per la conservazione e disposizione dei titoli per l'impiego come corrispettivo in operazioni straordinarie, anche di scambio di partecipazioni, già deliberate;</p>
---	--	--

<p>derivanti da piani di compenso approvati ai sensi dell'articolo 114-bis del Testo unico.</p> <p>5. Le azioni proprie detenute dall'emittente, anche indirettamente, non sono escluse dal capitale sociale e sono sommate alla partecipazione rilevante ai fini del calcolo delle soglie previste dagli articoli 108 e 111 del Testo unico.</p> <p>5-bis. Il presente articolo si applica anche ai fini del calcolo della partecipazione rilevante nelle società i cui statuti consentono la maggioranza del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo.</p>		<p>b) per l'adempimento delle obbligazioni derivanti da piani di compenso approvati ai sensi dell'articolo 114-bis del Testo unico.</p> <p>5. Le azioni proprie detenute dall'emittente, anche indirettamente, non sono escluse dal capitale sociale e sono sommate alla partecipazione rilevante ai fini del calcolo delle soglie previste dagli articoli 108 e 111 del Testo unico.</p> <p>5-bis. Il presente articolo si applica anche ai fini del calcolo della partecipazione rilevante nelle società i cui statuti consentono la maggioranza del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo.</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 44-bis.1</u> (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 in relazione al numero complessivo dei diritti di voto, comunicati dall'emittente ai sensi dell'articolo 85-bis, esercitabili nelle deliberazioni assembleari riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza.</p>	<p>Il testo è riformulato in accoglimento di un'osservazione dell'ABI.</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 44-bis.1</u> (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 style="text-align: center;"><u>Art. 44-ter</u> (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 style="text-align: center;"><u>Art. 44-ter</u> (Strumenti finanziari derivati)</p> <p>1. Ai fini del calcolo delle soglie previste dall'articolo 106, commi 1, <i>1-bis</i>, <i>1-ter</i> 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 style="text-align: center;"><u>Art. 45</u> (Acquisto indiretto)</p> <p>1. L'acquisto, anche di concerto, di una partecipazione che consente di detenere più del 30 per cento delle azioni con diritto di voto 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, e 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</p>		<p style="text-align: center;"><u>Art. 45</u> (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, <i>1-bis</i> e <i>1-ter</i>, 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 soglie indicate dall'articolo 106, commi 1, 1-</p>

<p>indirette, più del 30 per cento dei titoli che attribuiscono diritti di voto sugli argomenti indicati nell'articolo 105 del Testo unico di una società quotata. la partecipazione superiore alle soglie indicate dall'articolo 106, commi 1, 1-<i>bis</i> e 1-<i>ter</i>, del Testo unico in una società quotata.</p> <p>1-bis. L'obbligo previsto dal comma 1 si applica anche in caso di superamento delle soglie indicate dall'articolo 106, commi 1 e 1-<i>ter</i>, del Testo unico a seguito della maggiorazione dei diritti di voto.</p> <p>2. Si ha partecipazione indiretta, ai sensi del comma 1, quando il patrimonio della società di cui si detengono i titoli è costituito in prevalenza da partecipazioni in società quotate o in società che detengono in misura prevalente partecipazioni in società quotate.</p> <p>3. Si ha prevalenza, ai fini dei commi 1 e 2, quando ricorra almeno una delle condizioni seguenti:</p> <p>a) il valore contabile delle partecipazioni rappresenta più di un terzo dell'attivo patrimoniale ed è superiore ad ogni altra immobilizzazione iscritta nel bilancio della società partecipante;</p> <p>b) il valore attribuito alle partecipazioni rappresenta più di un terzo e costituisce la componente principale del prezzo di acquisto dei titoli della società partecipante.</p> <p>4. Se il patrimonio della società indicata nel comma 2 è in prevalenza costituito da partecipazioni in una pluralità di società</p>		<p><i>bis</i> e 1-<i>ter</i>, del Testo unico in una società quotata.</p> <p>1-<i>bis</i>. L'obbligo previsto dal comma 1 si applica anche in caso di superamento delle soglie indicate dall'articolo 106, commi 1 e 1-<i>ter</i>, del Testo unico a seguito della maggiorazione dei diritti di voto.</p> <p>2. Si ha partecipazione indiretta, ai sensi del comma 1, quando il patrimonio della società di cui si detengono i titoli è costituito in prevalenza da partecipazioni in società quotate o in società che detengono in misura prevalente partecipazioni in società quotate.</p> <p>3. Si ha prevalenza, ai fini dei commi 1 e 2, quando ricorra almeno una delle condizioni seguenti:</p> <p>a) il valore contabile delle partecipazioni rappresenta più di un terzo dell'attivo patrimoniale ed è superiore ad ogni altra immobilizzazione iscritta nel bilancio della società partecipante;</p> <p>b) il valore attribuito alle partecipazioni rappresenta più di un terzo e costituisce la componente principale del prezzo di acquisto dei titoli della società partecipante.</p> <p>4. Se il patrimonio della società indicata nel comma 2 è in prevalenza costituito da partecipazioni in una pluralità di società quotate, l'obbligo di offerta pubblica riguarda i titoli delle sole società il cui valore rappresenta almeno il 30 per cento del totale di dette partecipazioni.</p>
---	--	--

<p>quotate, l'obbligo di offerta pubblica riguarda i titoli delle sole società il cui valore rappresenta almeno il 30 per cento del totale di dette partecipazioni.</p>		
<p style="text-align: center;"><u>Art. 46</u> (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 5 per cento del numero complessivo dei diritti di voto ovvero del capitale rappresentato da titoli che attribuiscono diritti di voto sugli argomenti indicati nell'articolo 105 del Testo unico per acquisti effettuati nei nell'arco di dodici mesi.</p>		<p style="text-align: center;"><u>Art. 46</u> (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 5 per cento del numero complessivo dei diritti di voto ovvero del capitale rappresentato da titoli che attribuiscono diritti di voto sugli argomenti indicati nell'articolo 105 del Testo unico nell'arco di dodici mesi.</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 49</u> (Esenzioni)</p> <p>1. L'acquisto non comporta L'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 del Testo unico non si applica se:</p> <p>a) un altro socio, o altri soci congiuntamente, dispongono della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria;</p> <p>b) è compiuto:</p> <p>(...)</p> <p>d) il superamento della soglia è determinato dall'esercizio di diritti di opzione, di</p>	<p>Si accoglie un suggerimento proposto da ABRIANI-BARCELLONA.</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 49</u> (Esenzioni)</p> <p>1. L'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 del Testo unico non sussiste se:</p> <p>a) un altro socio, o altri soci congiuntamente, dispongono della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria;</p> <p>b) è compiuto il superamento della soglia rilevante si realizza:</p> <p>(...)</p> <p>d) il superamento della soglia è determinato dall'esercizio di diritti di opzione, di sottoscrizione o di conversione</p>

<p>sottoscrizione o di conversione originariamente spettanti;</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 e 1-ter 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 rispettivamente di non più del 3 per cento e dell'1%, e l'acquirente 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 relativi diritti di voto. 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, non si applicano i suddetti limiti e il termine per la cessione</p>	<p>In accoglimento delle osservazioni pervenute da MARCHETTI-MOSCA e ABRIANI-BARCELLONA, l'ultimo periodo dell'articolo 49, comma 1, lett. <i>d-bis</i>), del Regolamento Emittenti, è stato integrato con il richiamo anche al terzo comma, lett. <i>b</i>) dell'art. 106 del TUF.</p>	<p>originariamente spettanti;</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, lett. b), dell'articolo 106 del Testo unico;</p> <p>e) le soglie previste dall'articolo 106, commi 1, <i>1-bis, 1-ter</i>, 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>f) le soglie previste dall'articolo 106, commi</p>
--	---	--

<p>delle azioni in eccedenza è pari a diciotto mesi, fermo l'impegno a non esercitare i relativi diritti di voto;</p> <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>(...)</p> <p>4. L'acquirente:</p> <p>a) nel caso previsto dal comma 1, lettera a), comunica, senza indugio, alla Consob e al mercato l'inesistenza di accordi o programmi comuni con gli altri soci ivi indicati;</p> <p>b) nei casi previsti dalle lettere e) e f), comunica al mercato l'intenzione di avvalersi dell'esenzione e l'impegno a non esercitare il diritto di voto e a cedere i titoli o i derivati in eccedenza entro i termini ivi previsti. Se non osserva l'obbligo di alienazione, promuove l'offerta al prezzo più alto risultante dall'applicazione dell'articolo 106, comma 2, del Testo unico ai dodici mesi precedenti e successivi all'acquisto.</p>	<p>Sia apportano ulteriori modifiche formali di coordinamento con le modifiche apportate ai commi precedenti.</p>	<p>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>(...)</p> <p>4. L'acquirente Il soggetto interessato:</p> <p>a) nel caso previsto dal comma 1, lettera a), comunica, senza indugio, alla Consob e al mercato l'inesistenza di accordi o programmi comuni con gli altri soci ivi indicati;</p> <p>b) nei casi previsti dalle lettere e) e f), comunica al mercato l'intenzione di avvalersi dell'esenzione e l'impegno a non esercitare il i diritti di voto e a ridurre i medesimi, ovvero a cedere i titoli o i derivati in eccedenza entro i termini ivi previsti. Se non osserva l'obbligo di riduzione, ovvero di alienazione, promuove l'offerta al prezzo più alto risultante dall'applicazione dell'articolo 106, comma 2, del Testo unico ai dodici mesi precedenti e successivi all'acquisto.</p>
---	---	--